

Konsta Vanhanen

SIJOITUSKIINTEISTÖJEN REALISOITUMATTOMIEN ARVONNOUSUJEN YHTEYS ASUNTO- JA KIINTEISTÖSIJOITUSYHTIÖIDEN KONKURSSIRISKIIN

Johtamiskorkeakoulu
Pro Gradu -tutkielma
Tammikuu 2020

TIIVISTELMÄ

Konsta Vanhanen: Sijoituskiinteistöjen realisoitumattomien arvonnousujen yhteys asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiöiden konkurssiriskiin

Pro Gradu -tutkielma

Tampereen yliopisto

Laskentatoimi

Tammikuu 2020

Asuntosijoittamisen suosio on kasvanut Suomessa voimakkaasti viime vuosina. Samaan aikaan asuntojen hinnat ovat nousseet kasvukeskuksissa ennätyskorkeiksi, mutta myös alueellinen hintojen polarisaatio on lisääntynyt, ja joillain syrjäseuduilla asuntojen hinnat ovat kääntyneet jo laskuun. Vuoden 2016 alussa voimaan astunut uusi kirjanpitolaki mahdollisti ensi kertaa sijoituskiinteistöjen arvostamisen käypään arvoon kaikille kirjanpitovelvollisille. Tässä tutkielmassa on selvitetty ovatko asunto- tai kiinteistösijoitusyhtiöt siirtyneet soveltamaan käyvän arvon mallia enenevässä määrin vuoden 2016 jälkeen. Toiseksi on tutkittu, miten siirtyminen hankintamenomallista käyvän arvon mallin käyttöön on vaikuttanut yhtiöiden maksamiin osinkoihin ja selvitetty maksavatko asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiöt sijoituskiinteistöjen realisoitumattomia arvonnousuja osinkoina. Tavoitteena on ollut lisäksi selvittää miten siirtyminen hankintamenomallista käyvän arvon malliin vaikuttaa kyseisten yhtiöiden riskitasoihin ja konkurssiriskiin.

Tutkimus toteutettiin kvalitatiivisena sisällönanalyysinä, jossa tutkittiin yhteensä 25:tä Suomessa toimivaa asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiötä. Aineisto on kerätty käsin valittujen yhtiöiden vuosien 2013 – 2018 tilinpäätöksistä erilliseen taulukkoon, jonka perusteella on muodostettu kuvaajia ja taulukoita, joita tutkielmassa analysoidaan sanallisesti ja taustalla vaikuttavia tekijöitä pohtien. Tutkimuksessa käytettyjen tunnuslukujen valinnassa painotettiin niiden tuottaman informaation soveltuvuutta tutkittavaan ilmiöön sekä riskinäkökulmaan. Tutkimustuloksia on analysoitu ensin jokaisen käytetyn tunnusluvun näkökulmasta, jonka jälkeen eniten esille nousseita yhtiöitä on lisäksi analysoitu vielä yksittäisinä kokonaisuuksina, peilaten tutkimuksen havaintoja aiempaan kirjallisuuteen ja muuhun julkisesti saatavilla olevaan informaatioon.

Tutkimuksessa havaittiin, että yhä useampi asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiö on siirtynyt soveltamaan käyvän arvon mallia tämän tultua niille mahdolliseksi FAS:n alaisessa kirjanpidossa. Siirtyminen hankintamenomallista käyvän arvon malliin näyttäisi kasvattavan yhtiöiden maksaman osingon määrää suhteessa niiden operatiiviseen tulokseen. Lisäksi osan käyvän arvon mallia käyttävistä yhtiöistä havaittiin alkaneen maksamaan sijoituskiinteistöjen realisoitumattomia arvonnousuja osinkoina. Näiden yhtiöiden keskuudessa konkurssiriski näyttäisi kasvaneen, kun taas yhdenkään hankintamenomallia käyttävän yhtiön konkurssiriskin ei nähty merkittävästi kasvaneen tarkastelujakson aikana. Tutkimuksessa havaittiin myös, että osingon jakaminen tilanteessa, jossa yhtiön operatiivinen tulos on heikko, näyttäisi kasvattavan yhtiön konkurssiriskiä. Lisäksi tutkielman tulosten valossa vaikuttaa siltä, että käyvän arvon mallia käyttävien yhtiöiden omavaraisuusaste laskee herkemmin, kuin hankintamenomallia käyttävillä yhtiöillä, ja että mitä aggressiivisemmin yhtiö maksaa sijoituskiinteistöjen realisoitumattomia arvonnousuja osinkoina, sitä enemmän omavaraisuusaste näyttäisi laskevan.

Avainsanat: IFRS 13, IAS 40, käyvän arvon malli, sijoituskiinteistöt, realisoitumaton arvonnousu, asuntosijoittaminen, operatiivinen tulos, osingonjako, konkurssiriski

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck –ohjelmalla.

Sisällysluettelo

Lyhenneluettelo	1
1 JOHDANTO	2
1.1 Tutkielman tausta.....	2
1.1.1 Yhteiskunnallinen aspekti.....	2
1.1.2 Säännösympäristön esittely	3
1.1.3 Uhkakuvana konkurssi?.....	4
1.2 Tutkielman tavoite ja rajaukset.....	5
1.3 Tutkielman rakenne	8
2 ASUNTOSIJOITTAMISEN SUOSION KASVU	10
2.1 Sijoituskiinteistön tuoton komponentit	13
2.1.1 Vuokratuotto.....	15
2.1.2 Arvonnousu	16
2.1.3 Arvonnousun mittaaminen	18
2.2 Velkavipu	22
2.3 Taloyhtiölainat.....	27
2.4 Yleinen markkinatilanne.....	29
3 IFRS:N JA KIRJANPITOLAIN NYKYMÄÄRÄYSTEN ESITTELY	35
3.1 IFRS yleisesti	35
3.1.1 IAS 40 -standardi	36
3.1.2 IFRS uudistus vuonna 2013 - IFRS 13 -standardi	37
3.2 Suomen kirjanpitolaki.....	39
3.3 KILA 1949/1.3.2016	43
3.4 Suomen verolain kanta	44
4 KÄYVÄN ARVON LASKENNAN TEORIAA	48
4.1 Fair Value -accounting.....	49
4.2 Realisoitumattoman arvonnousun vaikutus osingonmaksupolitiikkaan	53
5 EMPIIRINEN TUTKIMUS SUOMALAISILLA ASUNTO- JA KIINTEISTÖSIJOITUSYHTIÖILLÄ.....	58
5.1 Tutkimusmenetelmä	58
5.2 Tutkimusaineisto	61
5.3 Käypää arvoa käyttävät yhtiöt	63
5.4 Sijoituskiinteistöjen käyvän arvon muutosten suuruudet vuosina 2013 – 2018	66
5.5 Operatiivisen tuloksen osuus tilikauden voitosta	69
5.6 Osingonjaon suhde operatiiviseen tulokseen	73

5.7	Omavaraisuusasteen kehitys.....	79
6	TUTKIMUSTULOSTEN ANALYSOINTI JA VERTAAMINEN AIEMPAAN KIRJALLISUUTEEN.....	84
6.1	Yhtiökohtainen analyysi	84
6.2	Sijoituskiinteistöjen käypään arvoon arvostamisen yhteys konkurssiriskiin	90
7	YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET.....	94
7.1	Yhteenveto	94
7.2	Johtopäätökset.....	96
7.3	Tutkimuksen reliabiliteetti	99
7.4	Jatkotutkimusaiheet.....	101
	Lähdeluettelo	102
	Kirjallisuus	102
	Virallislähteet	109
	Oikeustapausluettelo	111
	Vuosikertomukset ja tilinpäätökset	111
	LIITE 1:	113
	LIITE 2	114

Lyhenneluettelo

EU	Euroopan unioni
EVL	Elinkeinoverolaki
FAS	Finnish Accounting Standards
FASB	US Financial Accounting Standards Board
FVA	Fair Value -accounting
HE	Hallituksen esitys
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
IFRS	International Financial Reporting Standards
KILA	Kirjanpitolautakunta
KPL	Kirjanpitolaki
KVL	Keskusverolautakunta
OYL	Osakeyhtiölaki
REIT	Real Estate Investment Trust

1 JOHDANTO

1.1 Tutkielman tausta

1.1.1 Yhteiskunnallinen aspekti

Inspiraationani tähän tutkielmaan on toiminut asuntosijoittamisen kasvanut suosio etenkin kotitalouksien, mutta myös suurten kiinteistösijoitusyhtiöiden keskuudessa. Suosion kasvu juontaa juurensa pitkään jatkuneesta asuntojen hintojen noususta, jota kasvukusten vuokra-asuntojen kova kysyntä on viime vuosina ylläpitänyt. Myös historiallisesti matala korkotaso ja sitä myötä halpa lainaraha sekä vaihtoehtoisten sijoituskohteiden, eli pääasiassa korkosijoitusten, matalat tuotot ovat osaltaan ohjanneet suuret määrät yksityistä ja institutionaalista rahaa asuntoihin ja kiinteistöihin (PTT, 2019). Lisäksi asuntosijoittaminen on esiintynyt mediassa viime aikoina paljon, sekä hyvässä, että pahassa. Puhutaan asuntosijoitusbuumista ja mediassa esitetään tarinoita, kuinka asuntosijoittamisesta on tullut ”tuulipukukansan” bisnestä, sillä tavalliset kansalaisetkin ovat hankkineet yhden tai useamman sijoitusasunnon (Helsingin Sanomat, 15.4.2018).

Vuokratuloa Suomessa saavien henkilöiden lukumäärä kasvoi viidenneksellä vuosien 2010 – 2016 välillä ja etenkin nuorten alle 30-vuotiaiden keskuudessa kiinnostus asuntosijoittamista kohtaan on kasvanut. Moni uusi asuntosijoittaja on ryhtynyt asuntosijoittajaksi verrattain kokemattomana eikä etenkään nuoremmilla ole välttämättä kokemusta asuntojen hintojen laskusta, mikä saattaa vääristää asuntosijoittamisen tuntuvan vähäriseltä ja turvalliselta sijoittamisen muodolta. (Kauppalehti, 2018a)

Asuntojen hinnat ovat nousseet inflaatiokorjattuna käytännössä kaikkialla Suomessa 90-luvun suuresta lamasta lähtien aina vuoden 2008 finanssikriisiin saakka, mutta vuoden 2008 jälkeen asuntojen hintakehitys on alkanut erkaantumaan Suomessa siten, että vain pääkaupunkiseudulla asuntojen hinnat ovat enää nousseet selvästi (Tilastokeskus, 2017). Hypo (2019) onkin varoittanut Suomen asuntomarkkinoiden jakaantumisesta ”voittajaseutuihin”, kuten Helsingin, Tampereen ja Turun seudut sekä ”häviäjaseutuihin”, joka kattaa lähes kaikki muut Suomen seutukunnat. Hypo (2019) ennustaa lisäksi, että

asuntojen hintojen laskusta tulee suureen osaan Suomea pysyvämpi ilmiö, kun maaseutu tyhjenee ja väki vähenee, sillä väestön väheneminen alueellisesti heijastuu suoraan asuntojen kysyntään, mikä puolestaan lisää painetta asuntojen hintojen laskulle (Hypo, 2019).

Samaan aikaan Suomessa asuntorakentaminen on kohonnut 2000-luvun ennätyslukuihinsa (Rakennusteollisuus, 2019). Vuosittain noin kolmannes uudistuotannosta eli 14 000 – 16 000 asuntoa on päätynyt sijoittajille (Rakennuslehti, 2019) ja näitä asuntoja on valmistunut paljon myös alueille, joilla Tilastokeskuksen väestöennuste (2019) ennustaa väestön vähenevän ja asuntojen kysynnän heikkenevän.

Viime vuodet Suomessa on eletty talouden noususuhdanteessa, mutta talouskasvun hiljennemisen merkkejä on jo ilmassa, minkä lisäksi taloussuhdanteen ennustetaan tulevina vuosina jäähtyvän selvästi lisää (Valtiovarainministeriö, 2019a). Ennusmerkit sille, että asuntojen hinnat tulisivat yhä suuremmassa osassa Suomea laskemaan ovat näkyvissä, ja lieneekin vain ajan kysymys, milloin asuntojen hinnoissa tapahtuu pudotusta jossain mittakaavassa. Eikä maailmantaloudesta Suomeen saakka ulottuva taloudellinen shokkikaan ole poissuljettua, sillä viimeisimmästä isosta maailmantalouden kriisistä on kulunut jo 10 vuotta. Miten jo muutenkin ylivelkaantuneet kotitaloudet (Valtiovarainministeriö, 2019b) selviäisivät tästä? Entä miten kiinteistösijoitusyhtiöiden tase kestäisi asuntojen mahdollista arvonlaskua? Ollaanko Suomeen kehittämässä omaa kansallista sub-prime kuplaa?

1.1.2 Säännösympäristön esittely

Euroopan talousalueella julkisesti listatut yhtiöt ovat 1.1.2005 alkaen olleet pakotettuja laatimaan tilinpäätöksensä IFRS-standardien mukaisesti, mikä on mahdollistanut niille tiettyjen rahoitusvälineiden (IAS39) sekä sijoituskiinteistöjen (IAS40) arvostamisen käypiin arvoihinsa. Käyvällä arvolla tarkoitetaan yleisesti varallisuuserän sen hetkistä markkina-arvoa, minkä on nähty parantavan tilinpäätöksen antaman informaation luotettavuutta (Hitz, 2007, 326). Tuohon aikaan Suomen kirjanpitolaki ja FAS eivät kuitenkaan tunteneet käypää arvoa, eikä seuraavassa kappaleessa esitetty realisoitumattomista arvonnousuista johtuneiden voittovarojen jakaminen ulos osinkoina ollut vielä mahdollista,

sillä Suomessa voitonjako oli tähän aikaan mahdollista ainoasataan konsernin emoyhtiön taseen kautta, joka oli esitettävä FAS:n mukaisesti (Pärssinen, 2012, 100).

Vuonna 2005 uusittu IAS 40 Sijoituskiinteistöt -standardi antoi yhtiöille mahdollisuuden valita arvostavatko ne sijoituskiinteistönsä taseessa perinteiseen tapaan hankintamennomallin mukaisesti vai uudistuksessa mahdolliseksi tehdyn käyvän arvon mallin mukaisesti. Standardin mukaan hankintamennomallia käyttävien yhtiöiden tulee kuitenkin ilmoittaa sijoituskiinteistöjensä käyvät arvot taseen liitetiedoissa, joten hankintamennomallia käyttävien yhtiöiden työmäärä on näin kaksinkertainen. (IAS 40)

Vuoden 2013 alusta alkaen voimaantullut IFRS 13 -standardi laajensi ja yhtenäisti yhtiöiden raportointivaatimuksia kaikkien niiden tase-erien suhteen, jotka on jonkin standardin mukaan arvostettava käypään arvoonsa tai joista on esitettävä käypä arvo liitetiedoissa. Tämä koskee myös sijoituskiinteistöjen arvostamista. Standardi velvoittaa yritykset lisäksi ilmoittamaan tilinpäätöksessään ne arvostusperiaatteet, joiden mukaisesti varallisuuserien käyvät arvot on määritetty.

Suomen kirjanpitolakia uudistettiin vuonna 2015 siten, että 1.1.2016 alkaen sijoituskiinteistöjen merkitseminen käypään arvoonsa IAS 40 standardin mukaisesti tuli mahdolliseksi kaikille kirjanpitovelvollisille, kun se aiemmin oli mahdollista vain IFRS-tilinpäätöksen laatineille yhtiöille (KPL 5:2b§). Samalla uudistus poisti aikaisemmin IFRS:n ja FAS:n välillä vallinneen käypien arvojen eriävän kirjaamiskäytännön mahdollistaen käypien arvojen kirjaamisen tulosvaikutteisesti kaikille kirjanpitovelvollisille.

1.1.3 Uhkakuvana konkurssi?

Kirjanpitolain uudistus vuonna 2015 käytännössä mahdollistaa 1.1.2016 jälkeen tehtyjen tilinpäätösten osalta sijoituskiinteistöjen realisoitumattomien arvonnousujen kirjaamisen tuloslaskelmalla voitoksi sekä jakamaan tämän voiton niin halutessaan osinkoina ulos omistajilleen. Käytännössä uudistus tarkoittaa, että taloudellisesti hyvinä aikoina kiinteistöjen hintojen noustessa yhtiön tulos paranee ja oma pääoma kasvaa, ellei osinkoja jaeta, kun taas laskevien hintojen aikana yrityksen tulos heikkenee ja oma pääoma laskee.

Edellä kuvatun kaltainen tilanne saattaa houkutella kiinteistösijoitusyhtiöitä asuntojen hintojen nousumarkkinassa jakamaan tämä tuloslaskelmalla näkyvä vielä kuitenkin yhtiön kassaan tuloutumaton spekulatiivinen voitto osinkoina ulos. Koska voitto ei ole vielä rahavarantona kassassa, osinkoa tältä osuudelta jaettaessa yhtiön oma pääoma pienenee. Jos asuntojen hinnat romahtaisivat yhtäkkiä, sulaisi yhtiön oma pääoma asuntojen käypien arvojen laskun myötä edelleen. Tällöin voisi syntyä tilanne, missä oma pääoma painuu negatiiviseksi osinkoina jo ulosmaksettujen realisoitumattomien arvonnousujen vuoksi.

Yllä esitetty negatiivisen oman pääoman muodostama tilanne on toistaiseksi hypoteettinen tilanne, sillä vuoden 2016 jälkeen, jolloin kirjanpitolaki uudistettiin, asuntojen ja kiinteistöjen hinnat ovat pääasiassa edelleen nousseet Suomessa. Sijoituskiinteistöjen käypään arvoon arvostamisesta ja sen vaikutuksesta yhtiön osingonjakopolitiikkaan on tehty useita tutkimuksia niin maailmalla kuin Suomessakin (esimerkiksi Chen, Gavigan & Gahan, 2016; Sikalidis & Leventis, 2017), mutta näkökulmaa, jossa tarkasteltaisiin yhtiöiden riskisyyden ja velkaantuneisuuden, jopa mahdollisen konkurssiriskin lisääntymistä, ei ole nyt valitusta näkökulmasta aiemmin tutkittu Suomessa. Aihe on siinä mielessä spekulatiivinen, että jos asuntojen hinnat jatkavat nousuaan tästä ikuisuuteen ei edellä kuvattu hypoteettinen tilanne koskaan toteudu eikä tutkimukseni tuloksilla ole mitään käytännön arvoa. Vaikkei historia olekaan tae tulevaisuudesta, on historia kuitenkin opettanut, että asuntojen hinnat elävät suhdanteiden mukaan ja hintojen nousu on aina jossain kohtaa muuttunut hintojen laskuksi. Viime aikoina merkkejä asuntojen hintojen laskulle tulevaisuudessa on ollut näkyvissä enenevässä määrin (Hypo, 2019). Näin ollen asuntosiijoitusyhtiöiden riskisyyden tarkasteleminen ennen ja jälkeen vuoden 2016 voimaan tulleen kirjanpitolain uudistuksen voi antaa mielenkiintoista lisäinformaatiota aihepiiriin.

1.2 Tutkielman tavoite ja rajaukset

Tämän tutkielman tavoitteena on tutkia Suomessa toimivien asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiöiden riskitasoja, sekä sitä miten riskitasot ovat muuttuneet kirjanpitolain uudistuksen myötä vuoden 2016 jälkeen, kun sijoituskiinteistöjen arvostaminen käypään arvoon tuli

mahdolliseksi kaikille kirjanpitovelvollisille. Tarkoituksena on muodostaa käsitys siitä, miten laajasti asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiöt ovat alkaneet soveltamaan sijoituskiinteistöjensä arvostamista käypään arvoon ja kuinka käyvän arvon malli on vaikuttanut niiden riskitasoihin. Riskitasona tässä tutkimuksessa tarkoitetaan sitä, kuinka riskisenä kuvitteellinen pankki tai muu rahoittaja yhtiön milläkin hetkellä näkisi. Käytännössä yhtiön riskitason muutoksia arvioidaan tässä tutkielmassa perustuen tutkimuksessa mukana olevien tunnuslukujen arvojen muutoksiin. Lisäksi tutkielmassa pyritään tunnistamaan asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiöiden konkurssiriskiä lisääviä tekijöitä sekä pohtimaan tulosten perusteella taustalla vaikuttavia asioita laajemmin. Käyvän arvon mallia sijoituskiinteistöjen kontekstissa on tutkittu paljon maailmalla ja myös Suomessa, mutta tutkimuksia, joissa asiaa lähestytään riskinäkökulmasta sekä poraudutaan syvemmälle sijoituskiinteistöjen käypään arvoon arvostamisen ja konkurssiriskin väliseen yhteyteen ei ole aiemmin tehty Suomessa. Tutkielman tavoitteena on lisäksi osallistua ajankohtaiseksi nousseeseen taloudelliseen keskusteluun (ks. Kauppalehti, 12.12.2019 ja HS, 14.12.2019) tarjoamalla teoreettista pohjaa alan toimijoiden käyttöön, jotta niin sijoittajat, tilintarkastajat kuin muutkin yhtiöiden tuottaman taloudellisen informaation käyttäjät pystyisivät paremmin arvioimaan asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiöiden riskitasojen muutoksia.

Asunto- ja kiinteistösijoittaminen poikkeavat toisistaan huomattavasti, vaikka molemmissa on kyse ”neliöiden vuokraamisesta”. Lähtökohtaisesti tässä tutkielmassa keskitytään asuntosijoittamiseen, joka on viime aikoina nostanut suosiotaan ihan tavallistenkin kansalaisten keskuudessa, minkä vuoksi asuntosijoittaminen on saanut viime aikoina myös paljon palstatilaa mediassa. Tästä johtuen tämän tutkielman teoriaosioissa (kappaleet 2-4) aihepiiriä lähestytään pääasiassa asuntosijoittamisen näkökulmasta. Helsingin pörssissä on ollut listattuna vuosien 2017 – 2019 aikana yhteensä 7 eri asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiötä, joista kaksi on keskittynyt puhtaasti asuntosijoittamiseen, neljä kiinteistösijoittamiseen ja yksi on ollut vahvasti mukana molemmissa. Koska suurten kiinteistösijoitusyhtiöiden merkitys on Suomessa vahva, on tässä tutkielmassa haluttu ottaa myös Suomen suurimpia kiinteistösijoitusyhtiöitä mukaan empiiriseen osuuteen laajentamaan tutkielman näkemystä. Empiirisen osuuden tutkimus suoritetaan käyttäen hyväksi sisälönanalyysille tyypillisiä aineiston analyysitapoja, jotka ovat yleisesti käytettyjä kvalitatiivisissa tutkimuksissa. Aineisto on poimittu käsin yhtiöiden tilinpäätöksistä. Kerättyä aineistoa analysoidaan lisäksi taulukoiden ja graafien avulla sekä sanallisesti kuvaillen ja syy-seuraussuhteita pohtien.

Tutkielman keskeisimmät käsitteet ja tutkimuskohteet ovat sijoituskiinteistöjen realisointumaton arvonnousu sekä realisoitumattomien arvonnousujen jakaminen osinkoina, joiden pohjalle koko tämä tutkielma rakentuu, ja joiden kautta asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiöiden riskiä lähdetään tutkimaan. Tämän tutkielman päätutkimuskysymykset ovat seuraavat:

- 1) Ovatko Suomessa toimivien asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiöiden riskitasot kasvaneet käypään arvoon arvostamisen tullessa mahdolliseksi kaikille kirjanpitovelvollisille vuodesta 2016 alkaen?
- 2) Kasvattaako sijoituskiinteistöjen käypään arvoon arvostaminen yhtiön konkurssiriskiä hankintamenomallia soveltaviin yhtiöihin verrattuna?
- 3) Maksavatko asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiöt realisoitumattomia arvonnousuja osinkoina? Jos maksavat niin miten se vaikuttaa niiden riskitasoon?

Apututkimuskysymyksinä ovat lisäksi:

- a) Kuinka laajasti asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiöt ovat alkaneet soveltamaan käyvän arvon mallia sijoituskiinteistöjen arvostamisessa?
- b) Mitkä tekijät kasvattavat asunto- ja sijoituskiinteistöyhtiöiden konkurssiriskiä?

Tutkimuskysymykset liittyvät vahvasti eri arvostamistapojen riskinäkökulman arviointiin. Koska vastaavanlaista tutkimusta ei ole Suomessa aiemmin tehty ja tätä varten kerätään ja analysoidaan suuri aineisto, ei etukäteen voi tietää tarkasti minkälaisia tuloksia aineistosta voi löytää. Kvalitatiivisen tutkimuksen luonteeseen liittyen jätetään mahdolliseksi, että jos tutkimustuloksista ilmenee jotain muita selkeitä käyvän arvon mallin ja riskin välistä suhdetta selittäviä tekijöitä kuin ennen tutkimusta on ajateltu, niin tutkielmalle annetaan mahdollisuus laajentua analysoimaan ja pohtimaan myös näitä ilmiöitä.

1.3 Tutkielman rakenne

Kvalitatiiviselle tutkimukselle ominaisesti tässä tutkielmassa luodaan ensin monipuolinen katsaus aihepiiriin, jotta ymmärretään millaisessa toimintaympäristössä asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiöt toimivat. Tämä on tärkeää, sillä laaja-alaisen toimintaympäristön ymmärryksen pohjalta tulosten analysointivaiheeseen saadaan lisää syvyyttä.

Ensimmäisessä varsinaisessa teoriakappaleessa johdannon jälkeen syvennyttään tarkemmin asuntosijoittamiseen ilmiönä Suomessa. Kappaleessa esitellään asuntomarkkinoiden rakennetta sekä luodaan syvempi katsaus asuntomarkkinoiden nykytilanteeseen. Kappaleessa käydään lisäksi läpi asuntosijoittamisen tuoton muodostumiseen vaikuttavat peruspilarit: vuokratuotto, arvonnousu sekä velkavipu.

Tämän jälkeen tutkielman kolmannessa kappaleessa perehdytään nykyisen toimintaympäristön säädösten läpikäyntiin. Kappaleessa esitellään aihepiiriin liittyvät IFRS-standardit (IFRS 13 Käypä arvo ja IAS 40 Sijoituskiinteistöt) sekä se, mitä Suomen kirjanpitolaki käyvästä arvosta määrää. Lisäksi tehdään katsaus KILA:n tärkeään sijoitusasuntojen käypää arvoa koskeneeseen linjaukseen 1949/1.2.2016 sekä siihen, miten Suomen verolainsäädäntö suhtautuu sijoituskiinteistöjen realisoitumattomista arvonnousuista kirjattuihin voittoihin, jotka esitetään tuloslaskelmalla.

Neljännessä kappaleessa tutustutaan aikaisempiin tutkimuksiin ja teorioihin sekä esitellään käyvän arvon mallin yleistymisen historiallista polkua. Kappaleessa pyritään muodostamaan käsitys siitä, pitääkö kansainvälinen tutkijakunta käyvän arvon yleistymistä hyvänä vai huonona asiana ja millaisia riskiin vaikuttavia seikkoja aiemmissa tutkimuksissa on tuotu esille. Kappaleen lopussa esitellään ne muutamat kansainväliset tutkimukset, joissa on tutkittu sijoituskiinteistöjen käypään arvoon arvostamisen ja konkurssiriskin yhteyttä, mikä tämänkin tutkielman tarkka aihealue on.

Viidennen kappaleen alussa kerrotaan käytettävä tutkimusmenetelmä sekä esitellään tutkimuksen aineistonkeruumenetelmä. Tämän jälkeen aineistosta muodostettuja kuvioita ja taulukoita analysoidaan kvalitatiivisin menetelmin ja esille nousevia havaintoja pohditaan syvällisemmin aina kyseisen taulukon näkökulmasta.

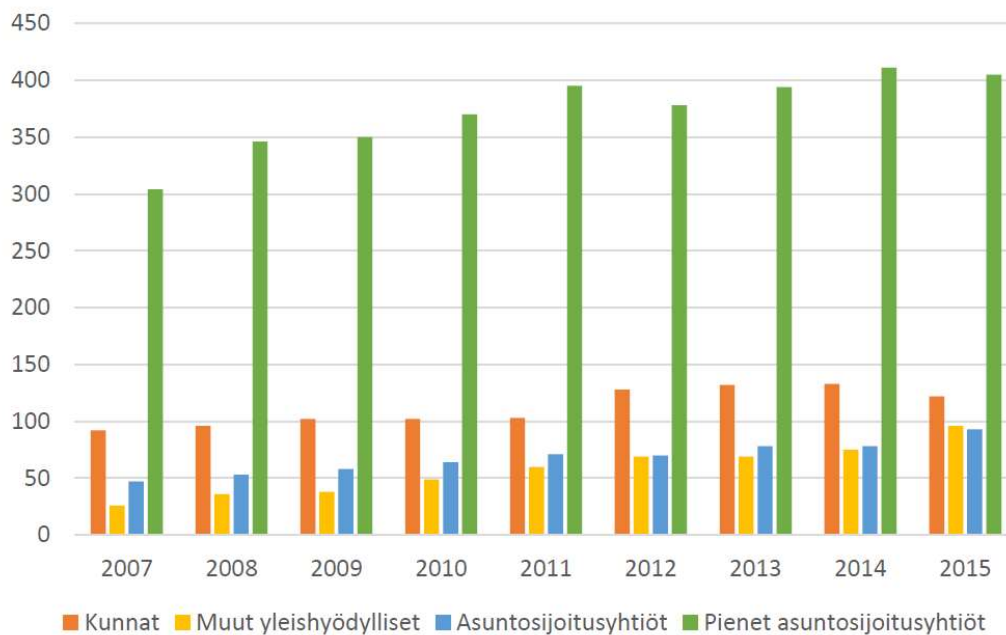
Kuudennessa kappaleessa empiirisen tutkimuksen tulokset kootaan yhteen ja pyritään muodostamaan kokonaiskäsitys tuloksista, jonka jälkeen keskitytään analysoimaan tarkemmin niitä yhtiöitä, jotka nousevat esiin tutkimuksessa. Kappaleen lopussa pohditaan millaisia johtopäätöksiä käyvän arvon menetelmän ja konkurssiriskin välisestä suhteesta voidaan tämän tutkielman perusteella muodostaa sekä määritellään tämän tutkimuksen tulokset muutamilla lauseilla.

Tutkielma loppuu yhteenvetokappaleeseen, jossa tiivistetään vielä tutkielman kulku sekä esitetään tämän tutkielman tärkeimmät tulokset lyhyesti kiteytettyinä. sekä verrataan tuloksia aikaisempiin tutkimuksiin. Lisäksi kappaleessa pohditaan millaisia jatkotutkimuksia tämän tutkielman pohjalta voisi synnyttää ja arvioidaan tämän tutkielman reliabiliteettia.

2 ASUNTOSIJOITTAMISEN SUOSION KASVU

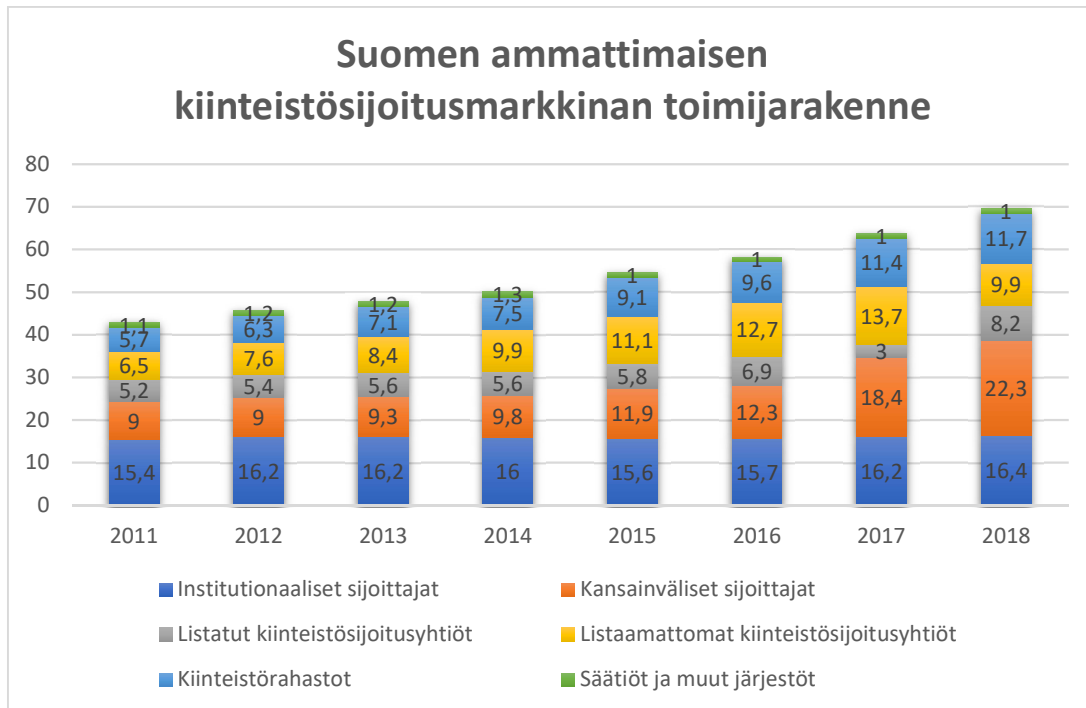
Kiinteistösijoittaminen on kasvattanut suosiotaan Suomessa viime vuosien aikana. Vapaiden markkinoiden eri toimijat ovat lisänneet asuntosijoituksiaan laajalla rintamalla, kansainväliset sijoittajat ovat vyöryneet Suomen kiinteistömarkkinoille ja yhä useampi yksityishenkilö on alkanut asuntosijoittajaksi. Vuonna 2016 jo peräti 270 000 suomalaista sai vuokratuloa (Kauppalehti, 2018a).

Suurin osa yksityishenkilöistä omistaa sijoitusasuntonsa suoraan, mutta jo vuonna 2015 Valtioneuvoston tekemän selvityksen mukaan Suomessa oli noin 500 markkinaehtoisesti toimivaa sääntelemätöntä asuntoja vuokraavaa yritystä, joista niin sanottuja pieniä asuntosijoitusyhtiöitä oli hieman yli 400 kappaletta. Näistä pienistä asuntosijoitusyhtiöistä suuri osa on yhden tai kahden työntekijän yhtiöitä, jotka edustavat asuntosijoitusta harjoittavia yksityishenkilöitä, jotka ovat päätyneet yhtiöittämään toimintansa asuntosijoitustensa laajennettua tai muista syistä. Kuten kuviosta 1 näemme, vuodesta 2007 vuoteen 2015 mennessä pienten asuntosijoitusyhtiöiden määrä on kasvanut yli 30%, suurten asuntosijoitusyhtiöiden määrä lähes 50% ja yleishyödyllisten asuntoja vuokraavien toimijoiden määrä nelinkertaistunut. (Valtioneuvosto, 2018, 42-43, 79-80)



Kuvio 1 Asuntojen vuokraustoimintaa harjoittavien toimijoiden määrät vuosina 2007-2015 osana Valtioneuvoston selvitystä. Tiedot poimittu Amadeus-järjestelmästä. (Valtioneuvosto, 2018, 43)

Tutkielman kannalta huomio keskittyy pelkästään markkinaehtoisesti toimiviin sääntelemättömiin asuntosijoitusyhtiöihin, mutta on hyvä ymmärtää, että asunto- ja kiinteistösijoitusmarkkinoilla on lukuisia muitakin toimijoita erilaisilla strategioilla ja sääntelyillä ja niiden toiminta vaikuttaa yhtäläisesti, ja paikoin jopa enemmän, koko suomalaiseen asunto- ja kiinteistösijoitusmarkkinaan.



Kuvio 2 Suomen kiinteistösijoitusmarkkinoiden jakautuminen (KTI Markkinakatsaus, 2019b)

Kuviossa 2 esitetään Suomen ammattimaisen kiinteistösijoitusmarkkinan rakenne sekä sen kehitys vuosina 2011 – 2018. Todellisuudessa kiinteistösijoitusmarkkina on arvoltaan huomattavasti suurempi, koska yksityishenkilöiden omistamia sijoitusasuntoja ja -kiinteistöjä ei lasketa kuuluvaksi ammattimaiseen toimintaan, sillä yksityishenkilöt eivät ole kirjanpitovelvollisia sijoituksistaan. Vuodesta 2011 vuoteen 2018 tultaessa ammattimaisen kiinteistösijoitusmarkkinan koko on kasvanut 23,6 miljardia euroa ollen vuonna 2018 jo 69,5 miljardia euroa. Suurin osa vuosittaisista kasvuista on tullut uudisrakentamisesta, josta suuri osa on viime vuosina päätynyt sijoittajille (Rakennusteollisuus 2019), sillä itse markkina-arvojen kasvu kasvatti kiinteistösijoitusvarallisuutta vuonna 2018 keskimäärin enää vain 1,3 prosenttia. (KTI Markkinakatsaus, 2019, 4-5)

Lähes kaikki ammattimaiset kiinteistösijoitustoimijat ovat kasvattaneet omistuksiaan Suomessa, mikä kertoo kiinteistösijoitusmarkkinan olleen kovassa nosteessa viimeisen

vuosikymmenen ajan. Silmiinpistävintä on erityisesti ulkomaisten sijoittajien kasvanut osuus, mitä on pidetty asiantuntijoiden mielestä hyvänä asiana lisäten kansallisen kiinteistösijoitusmarkkinamme toimeliaisuutta ja likviditeettiä sekä houkuttelevan yhä uusia toimijoita mukaan (RAKLI, 2014, 35-36). Myös kiinteistörahastot ovat kaksinkertaistaneet varallisuutensa vuosina 2011 – 2018. Tutkielman kannalta oleellimmat toimijat ovat listaamattomat kiinteistösijoitusyhtiöt, joihin lukeutuu suurin osa Suomessa toimivista asuntosijoitusyhtiöistä. Tähän joukkoon lukeutui vuoteen 2017 saakka myös vajaan viiden miljardin arvoinen Suomen suurin yksityinen asuntosijoitusyhtiö Kojamo, kunnes se vuonna 2018 listautui pörssiin, jolloin siitä tuli pörssin arvokkain asuntosijoitusyhtiö. Tämän seurauksena kuvion 2 listaamattomien kiinteistösijoitusyhtiöiden varallisuusarvo laski kyseisenä vuonna. (KTI Markkinakatsaus, 2019b, 4-5)

Edellä kuvatulle, jopa asuntosijoitusbuumiksi asti yltäneelle ilmiölle on löydettävissä kolme keskeistä ajuria: matala korkotaso ja sen myötä halpa lainaraha, vaihtoehtoisten sijoituskohteiden eli käytännössä korkosijoitusten matalat tuotot sekä vuokra-asuntojen kova kysyntä. Kiinteistöt koetaan usein myös hyvin turvallisena sijoituskohteena, joka tuottaa vakaata kassavirtaa, mikä verrattuna nykyiseen korkotasoon on saanut monet institutionaaliset sijoittajat kääntämään katseensa kiinteistöihin. (Valtioneuvosto, 2018, 22; PTT, 2019)

Ulkomaisten sijoittajien mielenkiintoa juuri Suomea kohtaan puolestaan selittänee Suomen kiinteistömarkkinoiden muuta Eurooppaa korkeammiksi koetut tuotto-odotukset. Tuotto-odotuksien perässä sijoituksiaan uudelleen järjestelevät ulkomaiset sijoittajat voidaan nähdä myös riskinä ja markkinasuhdanteita voimistavina, sillä kun nousumarkkina viimeksi kääntyi laskuun vuoden 2008 finanssikriisissä vetäytyivät ulkomaiset sijoittajat Suomesta nopeasti (Catella, 2017, 3-9).

Asuntosijoittamiselle on ominaista, että se on vahvasti velkavetoista, mikä lisää sijoittamisen riskisyyttä. Pitkään jatkuneet matalat korot ovat saattaneet hämärtää käsitystä risikistä ja nopea korkojen nousu voi yllättää velkavetoisen asuntosijoittajan. (Orava & Turunen, 2016, 186-187)

2.1 Sijoituskiinteistön tuoton komponentit

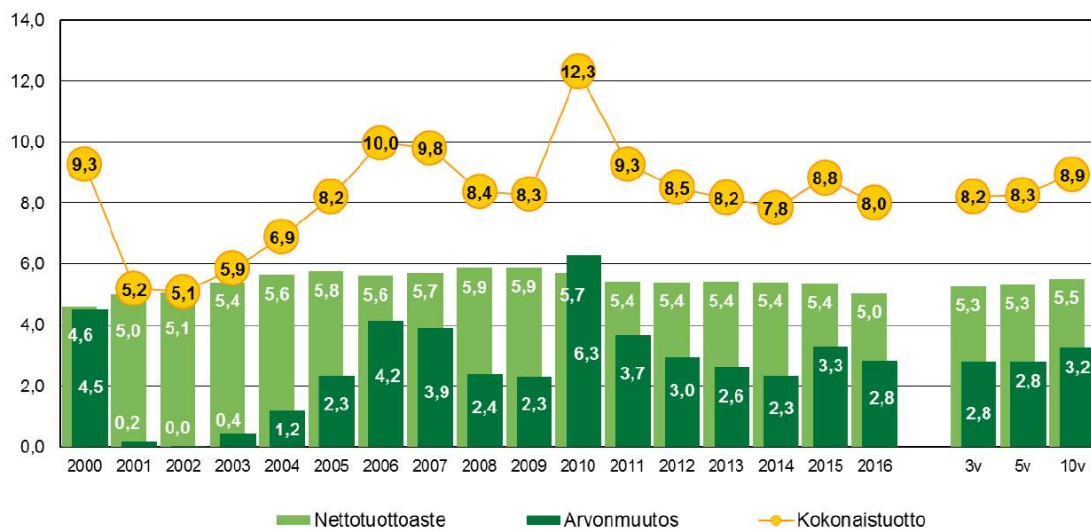
Asuntosijoitusyhtiön näkökulmasta tuoton muodostuminen voidaan jakaa kahteen pääkomponenttiin: vuokratuotoista muodostuvaan nettotuottoon sekä kiinteistön arvonnmuutokseen. Vuokrasta saatava tuotto on yleensä vakaata ja melko tarkasti ennustettavissa olevaa, kun taas arvonnmuutostuotto heilahtelee enemmän yleisen markkinatilanteen mukaan. (Ramstedt, 2017, 14)

Myös Orava ja Turunen (2016) määrittelevät asunnon tuoton kahteen komponenttiin: vuokratuotosta aiheutuvaan kassavirtaan sekä asunnon arvonnousuun. Sato puolestaan kertoo tilinpäätöksessään tuloksensa muodostuvan vuokratulosta (liikevaihto), myyntituloista sekä käyvän arvonn muutoksista (Sato, 2018, 99). Käytännössä Saton määritelmässä myyntitulot sekä käyvän arvonn muutokset pohjautuvat molemmat asuntojen markkina-arvojen muutokseen.

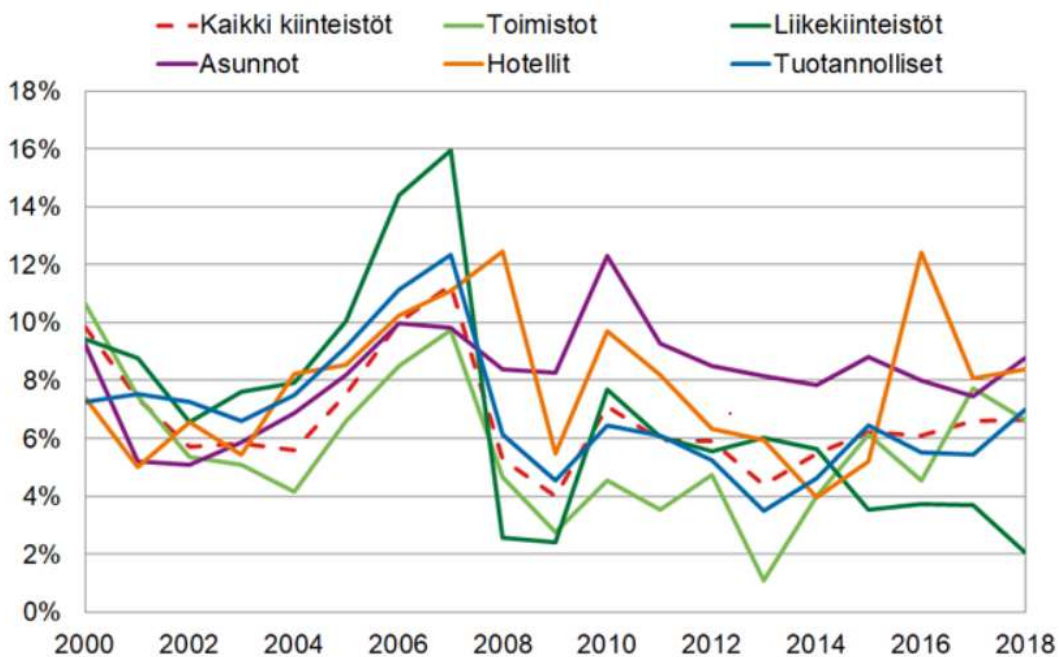
Hall (2014, 67-68) on diplomityössään asiantuntijahaastattelujen pohjalta todennut, että nettotuotto on ratkaisevammassa roolissa asuntosijoitusyhtiöiden asuinkerrostaloinvestoinneista päätettäessä kuin arvonnousukomponentti. Valtioneuvoston selvityksen (2018) mukaan ammattimaisten asuntosijoittajien ja -rahastojen vuotuinen tuottotavoite on noin 6-9%, josta nettovuokratuoton tavoitteellinen osuus pysyy vuosittain suhteellisen vakiona muutamassa prosentissa ja loppuosa tavoitellusta tuotosta pitäisi saada asuntojen arvonnoususta, jota pidetään riskillisempänä tuottokomponenttina. Kuten kuviosta 3, joka perustuu KTI:n 26. suurimmalta suomessa toimivalta kiinteistösijoittajalta kerättyihin tuottotietoihin, käy ilmi, nettovuokratuoton osuus säilyy vuodesta toiseen melko vakiona ja vuosittainen arvonnmuutos lopulta määrää minkä suuruiseksi vuotuinen kokonaistuotto asettuu. On huomionarvoista, että nettotuottoaste on laskenut asuntojen markkina-arvojen nousun sekä uusien etenkin pääkaupunkiseudulle rakennettujen matalamman tuottotason kohteiden osuuden kasvun seurauksena. Osittain nettotuottotason lasku johtuu myös kiistyneestä kilpailusta, kun toimijoiden määrä markkinoilla on lisääntynyt. (Valtioneuvosto, 2018, 20-21, 67-68)

Kuten jo johdannossa todettiin, tässä tutkielmassa keskitytään pääasiassa asuntosijoittamiseen, eikä niinkään kiinteistösijoittamiseen. Yksi asuntosijoittamisen tutkimista puoltavista tekijöistä löytyy lisäksi eri kiinteistösijoitusten tuottoja tarkasteltaessa. Kuten

kuvio 4 näemme, asunnot ovat olleet vuoden 2008 finanssikriisin jälkeen selkeästi tuottavin kiinteistötyyppi. Vain vuosina 2016 ja 2017 hotellit tuottivat paremmin kuin asunnot. Kaikkien kiinteistötyyppien keskimääräiseen kokonaistuottoon nähden asunnot ovat olleet ylivoimainen kiinteistölaji. Kiinteistötyyppien välillä on paljon yhtäläisyyksiä, mutta myös paljon eroavaisuuksia, minkä vuoksi tässä tutkielmassa on tehty rajausta keskittyä pääasiassa asuntosijoitusyhtiöihin sekä kiinteistösijoitusyhtiöistä niihin, jotka todellisuudessa ovat myös asuntosijoitusyhtiöitä. (KTI Kiinteistöindeksi, 2019b)



Kuvio 3 Asuntojen tuottoasteet, %. (Valtioneuvosto, 2018, 21)



Kuvio 4 Kokonaistuotot kiinteistötyypeittäin 2000-2018 (KTI Kiinteistöindeksi, 2019a)

2.1.1 Vuokratuotto

Suomen Vuokranantajat ry (2019) määrittelee yksittäisen asunnon vuokratuoton laskentakaavan seuraavasti:

$$\text{Vuokratuotto} = \frac{(\text{kuukausivuokra} - \text{vastikkeet}) \times 12}{\text{velaton hinta} + \text{remontit} + \text{varainsiirtovero}} \times 100 \% \quad (1)$$

Asunnon kuukausittaisista vuokratuloista siis vähennetään asunnon ylläpitokulut (vastikkeet) ja luku kerrotaan 12:lla vastaamaan vuotuista tuottoa, minkä jälkeen vuotuinen tuotto suhteutetaan asunnon velattomaan hintaan, johon on huomioitu lisäksi varainsiirtovero sekä mahdolliset remontit. Kyseessä on käytännössä nettovuokratuotto eli käteen jäävä summa, silloin kun asunto on täysin velaton. Jos asunto on hankittu osittain velalla, vähentävät rahoituskulut käteen jäävää osuutta, mutta eri asuntosijoitusten vertailtavuuden säilyttämiseksi rahoituskuluja ei ole hyvä huomioida nettovuokratuottoa laskettaessa. Laskentakaava on yksinkertaistus, eikä se huomioi kaikkia vaikuttavia tekijöitä, mutta se on silti yleisesti käytetty. (Orava & Turunen, 2016, 53-56)

Suurista kiinteistösijoitusyhtiöistä Kojamo määrittelee nettovuokratuotokseen liikevaihdon (vuokratulot) vähennettynä kiinteistöjen ylläpitokuluilla sekä korjauksilla (Kojamo, 2018, 92), kun taas Sato vähentää summasta vielä tontinvuokrat (Sato, 2018, 160).

Asuntosijoituskirjallisuudessa puhutaan paljon positiivisen kassavirran tärkeydestä, josta Kaarto (2015) mainitsee, että vain vahvan kassavirran turvin pystytään kattamaan kaikki asunnosta aiheutuvat kulut, myös lainanlyhennykset, sillä kassavirta on se todellinen rahamäärä, joka tilille saadaan, kun arvonnousu realisoituu kassavirtana vasta asuntoa myytäessä. Jos kassavirta on negatiivinen, joudutaan käyttämään ulkopuolista rahaa kaikkien kulujen kattamiseksi. (Kaarto, 2015, 67-72).

Asuntosijoitusyhtiöiden tapauksessa rahoituskulut sekä mahdolliset henkilö- ja hallinnointikulut lukeutuvat liiketoiminnan kustannuksiin (Valtioneuvosto, 2018, 23), mitkä olisi hyvä saada katettua vuokratuotoilla. Ellei yhtiöillä ole muita tulonlähteitä kuin vuokratulo, on sen esimerkiksi joko a) realisoitava sijoitusasuntokantaa, b) otettava velkaa tai c) omistajien on sijoitettava yhtiöön varoja pitääkseen yhtiön pääomatilanteen ennallaan,

koska negatiivinen kassavirta syö yhtiön kassaa. Suurista asuntosijoitusyhtiöistä muun muassa Kojamo ja Sato arvostavat vakaata kassavirtaa ja vuokratuoton kannattavuudella on keskeinen osa niiden strategiassa (Kojamo, 2018; Sato, 2018).

2.1.2 Arvonnousu

Kuten edellä kappaleessa 2.1 ja kuviossa 3 todetaan, arvonnousukomponentin tuoma vuossittainen tuotto vaihtelee suuresti ollen näin riskisempi kuin vuokratuotokomponentti, joka tuottaa tasaista kassavirtaa ja jonka ennustaminen on suhteellisen helppoa. Asuntosijoitusta tehtäessä pelkän vuokratuoton tuijottaminen voi johtaa huonoihin kokonaistuotoihin, jos asunnon ostaa taantuvalla paikkakunnalla, vaikka sieltä saisikin kovempaa vuokratuottoa, sillä sijainti on kuitenkin tärkein asunnon arvонkehitykseen vaikuttava tekijä. Muita asunnon arvonnousupotentiaaliin vaikuttavia tekijöitä ovat muun muassa alueen kehitys, liikenneyhteydet, palvelut, alueen työttömyys sekä tietenkin asunnon ja taloyhtiön kunto. Arvonnousu on aina loppupeleissä spekulatiivista siihen asti, kunnes asunto myydään, jolloin arvonnousu vasta realisoituu rahavirtana kassaan. (Sijoitusovi, 2016a)

Asunnon hinta määräytyy asuntomarkkinoilla, kuten monilla muillakin markkinoilla siihen kohdistuvan kysynnän ja tarjonnan mukaan. Asuntomarkkinoilla kotitaloudet ja pien-sijoittajat muodostavat suurimman osan transaktioista, joten heidän toimintansa määrittelee pääsääntöisesti markkinahinnan (Hall, 2014, 11). Kysyntään vaikuttaa asunnon fyysisten ominaisuuksien lisäksi esimerkiksi ympäristö ja alueen palvelut unohtamatta kotitalouksien tuloja, maksukykyä, yhteiskunnan asumiseen kohdistamia tukia sekä lainan hintaa (Arnott, 1987, 962; Siikanen, 1992, 27). Suomessa Kelan maksamat asumistukimenot ovat kasvaneet viime vuosina nopeasti, ollen vuonna 2018 yhteensä 2,1 miljardia euroa (Kela, 2019). Esimerkiksi Wessmann (2019, 8) on analyysissään todennut, että ”asumistukia supistamalla saataisiin asuntojen kysyntää vaimennettua, mikä puolestaan alentaisi asuntojen hintoja ja vuokria”. Toisaalta poliittisesti ajateltuna asumistuen poistaminen tuskin on realistista.

Usein asunnon kaupantekohinta määrittelee asuntosijoituksen onnistumisen ja tuoton, sillä yli markkinahinnan ostettujen asuntojen tuoton eteen saa tehdä enemmän töitä ja hyvinkin sijoituskohte voi kääntyä ylihintaan ostettuna huonoksi. Vastaavasti etukäteen huonompana pidetty taantuvan alueen matala vuokratuottokohte voi muuttua lopulta hyväksi, jos asunnon vain saa ostettua riittävän halvalla eli käytännössä alle markkinahinnan, koska silloin jo ostohetkellä asunto on tuottanut ”realisoitumatonta arvonnousua”, koska ostohintaa verrataan markkinahintaan.

Alle markkinahinnan ostamisesta puhutaan paljon alan kirjallisuudessa, mutta Väänänen (2018b) kiteyttää ongelman olevan kaikille sama: alle markkinahintaisten myynissä olevien kohteiden löytäminen. Väänänen (2018b) mukaan osa riittävästi pääomia omistavista sijoittajatahoista ostaa kokonaisen kerrostalon tai suuren määrän kohteita kerralla ja saa siten sovittua yleensä 5-15% tukkualennuksen hintoihin. Ramstedtin mukaan ostettaessa koko kiinteistökokonaisuus tukkualennus voi olla jopa 10-30 prosentin luokkaa yksittäisen asunnon markkinahintoihin verrattessa (Ramstedt, 2017, 40). Myös Inderes arvelee kiinteistösijoitusyhtiöiden tukkualennuksen määrän vaihtelevan 10-30 prosentin välillä (Inderes, 2017, 12-14, 22).

Moni asuntorahasto tai asuntosijoitusyhtiö pyrkii pääomien tehokkaaseen käyttöön etsimällä tukkualennuskohteita tai rakennuttamalla kohteen kokonaan itse, jolloin asuntojen hankintakustannukset saadaan matalammiksi ja asunnoista voidaan kirjata heti arvonnousua markkinahintaan arvostettaessa. Esimerkiksi entisen Orava Asuntorahaston (nykyinen Ovaro Kiinteistösijoitus) liiketoimintamalli perustui pitkälti tukkualennuksilla hankittuihin asuntoihin, jotka kirjattiin taseeseen käypään arvoonsa IAS 40 -standardin mukaisesti, jolloin erotuksesta syntyi heti laskennallista arvonnousua (Inderes, 2017, 12-14, 22). Käytäntö aiheutti paljon kritiikkiä, mutta oli täysin laillinen. (Valtioneuvosto, 2018, 19-20)

Sijoittajat ovat yleisesti huolestuneita kuinka kestäväällä pohjalla asuntorahastojen tukkualennuksien tulouttaminen kirjanpidossa pidemmän päälle on, sillä mitä suuremmaksi asuntorahasto kasvaa, sitä heikommaksi keinon vaikuttavuus käy. Tukkualennusten realisoituminen rahavirraksi myös vaatii kohteiden myymistä markkinahintaan ja riski, että markkinahinta laskee, eikä voitto realisoidukaan, on aina olemassa. (Kuusenaho, 2014)

Myös esimerkiksi Huhtanen Capital ilmoittaa vuoden 2018 tilinpäätöksensä toimintakertomuksessa yhdeksi strategiseksi tavoitteekseen ”Mahdollisuus 10% lisäarvoon ostettaessa suurempana kokonaisuutena”, mikä tarkoittaa käytännössä, että yritys pyrkii hyödyntämään tukkualennuksia ja saamaan ostettua asuntoja näin jopa 10% markkinahintaa alhaisemmalla hinnalla, jonka yhtiö sitten voi heti oston jälkeen kirjata sijoituskiinteistön käyvän arvon nousuksi ja tulouttaa kirjanpidossa (Huhtanen, 2018).

2.1.3 Arvonnousun mittaaminen

Moniin muihin markkinoihin verrattuna kiinteistömarkkinat eivät toimi kovinkaan tehokkaasti, sillä markkinainformaatiota ei ole yhtä runsaasti ja helposti saatavilla. Tämä aiheuttaa kiinteistömarkkinoille tiettyä hidasliikkeisyyttä, mikä toisaalta parantaa niiden ennustettavuutta esimerkiksi osakemarkkinoihin verrattuna. Epätäydellinen informaation jakautuminen puolestaan mahdollistaa hinnoitteluvirheet, eikä tarkkoja markkina-arvoja voida havaita koskaan varmuudella, vaan markkinahinnat on aina arvioitava. (Geltner ym., 2007, 273)

Asuntosijoitusyhtiöiden osalta oleellisin kysymys asuntojen arvonnousun kannalta onkin, mihin arvoon asunnot tilinpäätöshetkellä arvostetaan. Koska eksaktia markkinatietoa ei ole saatavilla samaan tapaan kuin osakemarkkinoilla, on asuntojen markkinahinnat aina arvioitava, kuten Geltner ym. (2007, 273) toteavat. Tämän vuoksi asuntojen hintojen arviointimenetelmä on merkittävässä roolissa sovellettaessa IAS 40 -standardin mukaista käypään arvoon arvostamista.

Hall (2014) on tutkinut aihepiiriä laajasti Suomessa ja todennut asuntorahastojen keskuudessa kerrostalojen arvioinnissa käytettävän pääasiassa kahta arviointimenetelmää: kauppaja- ja tuottoarvomenetelmää. Tutkimuksessa myös havaittiin näiden kahden eri arviointimenetelmän antavan usein merkittävästi toisistaan poikkeavat markkina-arvoestimaatit (Hall, 2014, 75). Eikä pelkästään arvioinnissa käytettävät menetelmät poikkea toisistaan, vaan myös itse arvioitsijat poikkeavat usein toisistaan. Geltnerin ym. (2007, 660-661) mukaan kaksi kiinteistönarvioitsijaa harvoin päättyy samaan arvioon kiinteistön

markkina-arvosta. Tähän taustaan peilaten, kuinka luotettavana ylipäättään asuntosijoitusyhtiöiden tilinpäätöksessään ilmoittamia asuntojen arvostustasoja sekä mahdollisia realisoitumattomia arvonnousuja oikein voidaan pitää?

Kauppa-arvomenetelmässä markkinoilta etsitään vertailukohteita, joiden tarjoamaa hintainformaatiota, kuten pyyntihintaa tai toteutunutta kauppahintaa, käytetään hyväksi arvioitavan kohteen arvonnäilytyksessä. Menetelmä luottaa pitkälti saatavilla olevan markkinatiedon oikeellisuuteen ja paikkansapitävyyteen. Se toimii parhaiten, kun ajankohdasta tietoa vertailukaupoista on saatavilla paljon, kuten esimerkiksi arvioitaessa Helsingin kantakaupungin alueella sijaitsevaa asuntoa. Menetelmä toimii heikosti puolestaan silloin, kun vastaavanlaisia kohteita ei ole tai kohteista ei ole saatavilla vertailutietoja tai, jos alueella ei ylipäänsä ole tehty paljoa asuntokauppoja, kuten esimerkiksi taantuvilla syrjäseuduilla. (Hall, 2014, 19-23; Inderes, 2019b)

Tuottoarvomenetelmä perustuu laskelmaan, jossa tulevaisuuden odotetut kassavirrat muutetaan nettonykyarvoksi. Kuten edellä kappaleessa 2.1 todetaan, vuokratuotto on suhteellisen vakaa ja ennustettavissa oleva erä, mutta pitkälle tulevaisuuteen ulottuvissa vuokratuottolaskuissa markkinavuokrien kehittymisen tarkka ennustaminen, kuten myös mahdollisten tulevaisuudessa odottavien taloyhtiöremonttien tai vastaavien kuluerien arvioiminen on haastavaa. Tämä luo epävarmuutta tuottoarvomenetelmässä käytettävään laskukaavaan, sillä pienetkin muutokset luvuissa vaikuttavat suuresti lopputuloksena saatavaan kohteen nettonykyarvoon. Myös käytettävä diskonttaus korko on merkittävässä roolissa laskelmissa ja myös sen muutokset vaikuttavat radikaalisti laskelmiin. (Hall, 2014, 19-23; Inderes, 2019b)

Hallin (2014, 75-77) tutkimuksen mukaan kauppa-arvomenetelmä on asuntorahastojen keskuudessa suosituin menetelmä, vaikka tuottoarvomenetelmä nähdään asuntorahastojen tapauksissa konservatiivisempänä mittautapana, koska kohteita myydessä mahdolliset ostajat, kuitenkin tekevät investointilaskelmiaan hyvin pitkälle tuottoarvomenetelmää vastaavalla tavalla. Tämä ajattelu sopinee varmasti myös suuriin asuntosijoitusyhtiöihin, sillä nekin hankkivat ja myyvät kerralla suuria kokonaisuuksia. Sen sijaan pienten, etenkin yhden ja kahden hengen asuntosijoitusyhtiöiden keskuudessa voisi kuvitella kauppa-arvomenetelmän olevan lähempänä todellisuutta jo käytettävissä olevien resursien sekä tuottoarvomenetelmän käyttöön vaadittavan taloustietämyksen valossa.

Suosituksen kauppa-arvomenetelmän käyttö asettaa suurimmat kokonaisia kerrostaloja omistavat asuntosijoitusyhtiöt vielä yhden lopulliseen arviohintaan merkittävästi vaikuttavan valinnan eteen: arvostetaanko koko kerrostalo yksikkönä vai jokainen huoneisto erikseen? Kansainväliset tilinpäätösstandardit eivät asiaa määrittele, vaan tämäkin päätös jää yhtiön itsensä päätettäväksi ja perusteltavaksi. Huoneistokohtaisella arvioinnilla päädytään pääsääntöisesti korkeampaan arviohintaan, sillä siinä jokainen kerrostalon huoneisto arvioidaan kuin ne laitettaisiin yksittäin myyntiin, huomioimatta mahdollista usean asunnon samanaikaisesta markkinalle myyntiin laittamisesta johtuvaa todennäköisimmän myyntihinnan laskua. Kerrostalokohtaisessa arvioinnissa puolestaan kerrostalo ajatellaan myytävän kokonaisena eteenpäin, jolloin tukkualennuksesta johtuva korjaus ainakin periaatteessa tulisi laskea hintaa alentavasti taseeseen merkittävään arvoon. Tukku-korjauksia toki tehdään, mutta mitään yksiselitteisiä ja yhtiöiden välillä yhtenäisiä tapoja tähän ei ole, vaan ne perustuvatkin monesti managerin omaan ”mutu-tuntumaan”. Suomalaisissa asuntosijoitusyhtiöissä ja -rahastoissa asuinkerrostalot on pääsääntöisesti päädytty arvioimaan huoneistokohtaisesti, jolla päädytään usein korkeimpaan mahdolliseen asuntoportfolion arvostukseen. Hallin (2014) haastatteluiden perusteella suurimmalla osalla asuntoportfolioista vastaavista managereista olisi mieltymys arvostaa asunnot konservatiivisesti mahdollisesti hieman markkinahintaa alhaisempaan hintaan, jolla asunnot todennäköisimmin olisivat myöskin realisoitavissa nopeasti. Näin ollen asuntoja realisoitaessa riski sille, että asunnot jouduttaisiin myymään niiden tasearvojaan alempaan hintaan ja kirjaamaan tästä tulosvaikutteisesti tappiota kirjanpitoon, laskisi merkittävästi. (Hall, 2014, 52-77)

Pärssinen (2012) havaitsi tutkimuksessaan, että Suomen suurimmat kiinteistösijoitusyhtiöt tekevät neljästi vuodessa oman sisäisen arvion sijoituskiinteistöjensä käyvästä arvosta ja lisäksi ulkopuolinen auktorisoitu kiinteistönarvioitsija suorittaa vähintään kerran vuodessa oman arvionsa sekä kiinteistöjen arvosta, että kiinteistösijoitusyhtiön käyttämistä laskentamalleista. Arvioitsijan näkemys on lopulta se, joka merkitään tilinpäätökseen. Kiinteistöjen arvonmäärittelyssä arvion virhemarginaali on kuitenkin huomattavasti suurempi kuin muilla sijoitusinstrumenteilla, normaalisti jopa +/- 15%, mikä johtuu pitkälti vertailutietojen puutteesta. Harvinaisemmissa kohteissa virhemarginaali kasvaa entisestään. Lisäksi arvion virhemarginaali riippuu paljon arvioitsijasta itsestään, kuinka tarkasti hän tarkastaa ja kyseenalaistaa yhtiöltä saamia tietojaa. Pärssisen (2012) tekemien haastattelujen mukaan on jopa olemassa arvioitsijatahoja, jotka eivät edes viitsi pyytää

tarkempia tietoja yhtiöltä arvionsa tueksi, vaikka näitä tietoja olisi saatavilla, vaan nostavat vain automaattisesti virhemarginaalin tasoa, jolloin heidän itsensä ei tarvitse perustella niin tarkasti oman arvionsa tarkkuutta, vaan voivat vain vedota suureen virhemarginaaliin. (Pärssinen, 2012, 19, 64-67, 84-85)

Useimmat kiinteistösijoitusyhtiöt ilmoittavat tilinpäätöksensä liitetiedoissa herkkyyssanalyysin muodossa, miten +/- 5%:n sekä +/- 10%:n heitto kiinteistöjen käyvissä arvoissa vaikuttaisi taseeseen. Esimerkiksi Suomen suurimmalla asuntosijoitusyhtiöllä Kojamolla vuoden 2018 tilinpäätöksessä 10%:n muutos sijoituskiinteistöjen arvossa tarkoittaisi 438,5 miljoonaa euroa. Jos summaa vertaa siihen, että vuonna 2018 Kojamo kirjasi sijoitusasuntojen arvonnousua 127,5 miljoonaa euroa tai että sen voitto ennen veroja oli 277,3 miljoonaa euroa, niin muutamankin prosentin virheellisyydet arvioinnissa vaikuttaisivat merkittävästi yhtiön tulokseen (Kojamo, 2018).

Toinen mediassakin esillä ollut yhtiö Orava Asuntorahasto (vuodesta 2018 alkaen Ovaro Kiinteistösijoitus) perusti liiketoimintastrategiansa pitkälti tukkualennuksista saataviin tuloutettaviin arvonnousuihin sekä yleiseen asuntojen arvonnousuun (Inderes, 2017, 12-14). Yhtiö toimi vuoteen 2018 asti REIT:n alaisena kiinteistörahastona, jonka tuli maksaa aina vähintään 90% tuloksestaan osinkoina (Väänänen, 2017).

Orava Asuntorahasto ajautui vuonna 2017 pahaan taloudelliseen kassakriisiin osittain juuri sen vuoksi, että asuntojen hinnat eivät Suomessa enää nousseetkaan niin paljoa kuin yhtiö odotti eikä tuottavia tukkualennuskohteita ollut enää yhtä mittavissa määrin löydettävissä. Samaan aikaan yhtiön osingonjakopolitiikka oli ollut jo pitkään aggressiivista perustuen arvomuutosten jakamiseen osinkoina pois. Lisäksi yhtiön johdon kannustinjärjestelmä perustui pitkälti tilinpäätöksessä ilmoitettuun Oravan asuntoportfolion arvoon, minkä vuoksi johdon intresseissä on luultavasti ollut painetta arvostaa asunnot jopa hieman markkinahintaa korkeammaksi. (Inderes, 2019a)

Viitteitä tästä johdon tekemästä asuntoportfolion ylihintaan arvostamisesta antaa se, että vuoteen 2017 asti Orava Asuntorahastossa käytettiin yhtiön (johdon) itse laatimaa asuntojen arvostamismallia. Kun vuonna 2018 jo nimensä Ovaro Kiinteistösijoitukseksi vaihtanut yhtiö päätti siirtyä käyttämään ulkopuolista auktorisoitua kiinteistönarvioitsijaa, laski asuntoportfolion arvo 4,7% pelkästään arviointimenetelmän muutoksesta johtuvista syistä. Hyvin pitkälle tämän muutoksen vuoksi yhtiö kirjasi arvonalentumistappiota

tulokseensa 12,2 miljoonaa euroa ja koko tilikauden tulos ennen veroja oli 11,5 miljoonaa euroa negatiivinen. (Ovaro Kiinteistösijoitus, 2018)

Kuinka luotettavina tilinpäätöksessä ilmoitettavia sijoituskiinteistöjen tasearvoja tai tilikauden aikaisia arvonnousuja tulisi lopulta pitää, kun yhtiö voi arvostaa kiinteistöt haluamallaan tavalla? Mitä Orava Asuntorahaston esimerkki pitkälti johdon kannustimien vuoksi asuntojen ”yliarvoon” kirjaamisesta ja yhtiön ajautumisesta pahaan kassakriisiin opettaa? Entä mitä Pärssisen (2012) havainto siitä, että arvioiden virhemarginaali voi olla jopa +/- 15% tai että jotkut kiinteistönarvioitsijat eivät uskalla ottaa kantaa kohteiden arvoon, vaan kasvattavat virhemarginaalia ja piiloutuvat sen taakse, oikein kertoo arvioiden luotettavuudesta? Tämän tutkielman tarkoitus ei ole perehtyä näihin kysymyksiin, mutta on hyvä tiedostaa, että IFRS tai Suomen KPL eivät tarkemmin sanele, millä kiinteistönarvointimenetelmällä markkina-arvot tulee määritellä, jos sijoituskiinteistöt päätetään arvostaa IAS 40 -standardin mukaisesti käypiin arvoihinsa, vaan valta on käytännössä täysin yhtiöllä itsellään. Tämän seurauksena tilinpäätöksessä ilmoitettavaan sijoituskiinteistöjen tasearvoon sekä tilikauden aikaiseen arvonnousuun on syytä suhtautua aina kriittisesti ja suurella varauksella, vaikka arvion tekijänä mainittaisiinkin auktorisoitu kiinteistönarvioitsija.

2.2 Velkavipu

Oma asunto on monen yksityishenkilön elämän suurin sijoitus ja valtaosa ihmisistä joutuu nostamaan pankista lainaa mahdollistaakseen tämän unelman. Asuntosijoittaminen ei tee tähän poikkeusta, vaan harvalla asuntosijoittajalla/asuntosijoitusyhtiöllä on kassassa valmiina rahaa, jolla pystyisi ostamaan sijoitusasunnon ilman velkarahoitusta. Asuntosijoittamiselle onkin ominaista, että se on vahvasti velkavetoista, mikä lisää sijoittamisen riskisyyttä. Oravan ja Turusen (2016) mukaan asuntosijoittamisessa velkavipua kannattaa käyttää vain silloin, kun lainojen korkotasoa on matalalla ja vuokratuotto on korkotasoa korkeampaa. Korkomarkkinoilla on viime vuosina ollut otollinen tilanne asuntosijoittajien kasvattaa velkavipuaan matalien korkojen maailmassa, mikä on saattanut hämärtää

käsitystä velan riskeistä, ja nopea korkojen nousu voi yllättää velkavetoisen kokemattoman asutosijoittajan.

Velkavivun ideana on tehostaa pääoman käyttöä ja nostaa oman pääoman tuottoa (Valtioneuvosto, 2018, 107). Väänäsen (2018a) mukaan sijoittajan kannattaa aina pyrkiä maksimaaliseen oman pääoman tuottoon. Velkavivun käyttö on yleistä monien eri sijoitusmuotojen tuottojen kasvattamiseksi, mutta etenkin asutosijoittamisessa tämä on hyvin yleistä (Väänänen, 2018a). Koska asuntomarkkinaa pidetään vakaana markkinana verrattuna esimerkiksi osakemarkkinaan, sijoitusasuntoja varten saa pankista helpommin lainaa, minkä lisäksi sijoitusasuntojen vakuusarvo on huomattavan suuri. Vakuusarvo on lainan vakuudeksi kelpaava osuus omaisuuden markkina-arvosta eli ostohinnasta (Pankkiasiat.fi, 2019). Finanssivalvonta on määritellyt pankeille lainakaton, jonka mukaan ostettava asunto voi olla enintään 85 prosenttisesti (ensiasunnonostajalla 95%) asuntolainan määrän vakuutena, eli loppuosa 15 prosenttia (5%) asunnon hinnasta on maksettava joko rahana tai katettava muilla vakuuksilla (Finanssivalvonta, 2018). Pankit soveltavat yleisesti tiukempaa vakuusarvon määrää ja hyväksyvät tilanteesta riippuen ostettavasta asunnosta vakuusarvoa vain noin 70-80 prosenttia (Sijoitusovi, 2016b).

Jos asunto maksaa 100 000 euroa ja pankki myöntää 70% ostohinnasta lainaa ja loppu maksetaan rahana, puhutaan asunnon ostetun 70% velkavivulla. Jos taas pankille tarjotaan loppuosalle lisävakuuksia, esimerkiksi omaa tai puolison omistamaa velatonta asuntoa, voi pankki lainoittaa koko ostohinnan ja kyseessä on tällöin 100% velkavipu. (Huru, 2019)

Velkavivun käytöllä pyritään aina positiiviseen vipuvaikutukseen, jolla tarkoitetaan sitä, että velkarahalle saadaan enemmän tuottoa kuin siitä maksetaan korkoa, jolloin oman sijoitetun pääoman kannattavuus paranee. Yksinkertaistaen asunnon ostoon käytetään vähemmän omaa pääomaa, mutta omalle pääomalle kohdistuvat tuotot ovat suuremmat. Tässä ideaalitilanteessa oman pääoman tuottoaste (ROE) on siis suurempi kuin koko pääoman tuottoaste (ROI). Tuottoasteiden laskukaavat näkyvät kaavoilla 2 ja 3. Sen sijaan, jos lainasta maksettava korko nousee suuremmaksi kuin lainapääomalle saatava tuotto, on kyseessä negatiivinen velkavipu, joka riippuen velkavivun suuruudesta laskee nopeasti oman pääoman tuottoa. (Olkkonen ym. 1997, 161-163; Ramstedt, 2017, 22-23)

$$ROI = \frac{\text{koko pääomalle saatava kassavirta ennen veroja}}{\text{hankintahinta}} \quad (2)$$

$$ROE = \frac{\text{omalle pääomalle saatava kassavirta ennen veroja}}{\text{oma pääoma}} \quad (3)$$

Asuntosijoittamisessa normaalitilanteessa ilman arvonnousukomponenttia koko pääomalle saatava kassavirta vastasi aikaisemmin ennen kirjanpitolain uudistusta käytännössä vuokratuottoa ja ROI:n kaava muistuttaakin hyvin pitkälle vuokratuoton kaavaa, jossa yksinkertaistaen myös vuokratuotto jaetaan asunnon hankintahinnalla. Nykyisin asuntosijoitusyhtiöiden ”kassavirtaan” lasketaan kuuluvaksi myös realisoitumattomat arvonnoukset, jotka joko parantavat tai heikentävät omalle pääomalle saatavaa tuottoa.

Ilman arvonnousua	A) Ei velkaa	B) Velkavipu 70%
Asunnon hinta	100,000	100,000
Oma pääoma	100,000	30,000
Lainamäärä	0	70,000
Vuokra	500	500
Vastike	100	100
Lainan vuosikorko (2%)	0	1,400
Vuokratuotto euroissa	4,800	3,400
Oman pääoman tuotto (ROE)	4.8%	11.3%
Arvonnousu mukana		
Vuokratuotto euroissa	4,800	3,400
Arvonnousu (3%)	3,000	3,000
Kokonaistuotto	7,800	6,400
Oman pääoman tuotto (ROE)	7.8%	21.3%

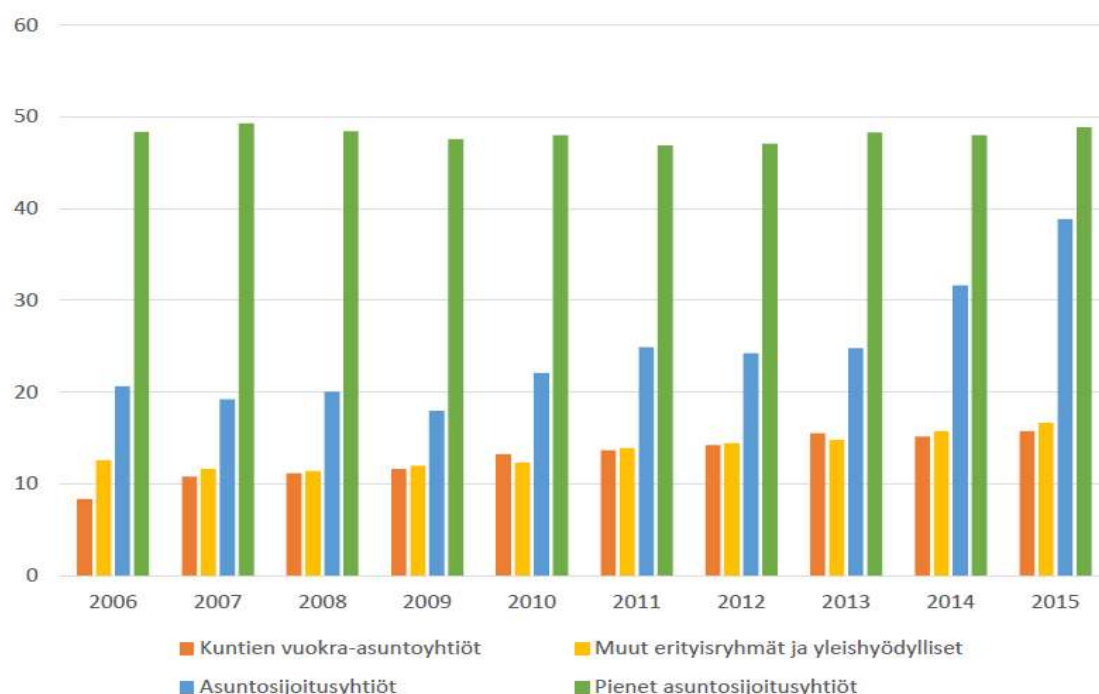
Taulukko 1 Velkavipun kuvaaja

Yllä olevassa taulukossa (Taulukko 1) vielä esimerkkitalanne, joka auttaa ymmärtämään velkavivulla saatavan valtavan nosteen oman pääoman tuottoon ja sen, miksi lähes poikkeuksetta kaikki asunto- ja kiinteistösijoitustoiminnassa mukana olevat tahot pyrkivät käyttämään velkavipua mahdollisuuksiensa mukaan. Esimerkissä 100 000 euron arvoinen

asunto ostetaan joko A) velattomana käyttäen omaa rahaa 100 000 euroa tai B) 70%:n velkavivulla käyttäen omaa rahaa 30 000 euroa. Vuokraa asunnosta saadaan 500 euroa kuukaudessa hoitovastikkeen ollessa 100e/kk, jolloin kuukausittainen vuokratuotto on 400 euroa tehden vuodessa yhteensä 4 800 euroa vaihtoehdossa A. Vaihtoehdossa B lainarahasta aiheutuu kuluja 1 400 euroa (korko 2%), joka tulee vähentää vuokratuloista, jolloin vuotuinen tuotto vaihtoehto B:ssä on 3 400 euroa. Koska oman pääoman tuottoa laskettaessa (ROE) vaihtoehto B:ssä on käytetty huomattavasti vähemmän omaa pääomaa, mutta vuotuinen tuotto on lähes yhtä suuri kuin A:ssa, on vaihtoehdon B oman pääoman tuotto vuodessa 11,3%, kun ilman velkaa tuotto on vain 4,8%.

Otettaessa arvonnousu mukaan, kuten nykyinen kirjanpitolaki sen sallii, ja olettaen asunnon vuotuisen arvonnousun olevan 3 prosenttia, kasvaa ero velattoman (7,8%) ja velkavivutetun (21,3%) sijoituksen oman pääoman tuotoissa entisestään.

Kaarron (2015, 42-45) ja Hjorthin (2011, 46) mukaan asuntosijoitusrahastot käyttävät toimintansa rahoittamiseen yleisesti noin 50-80%:n velkavipua. Myös Kuusenaho (2014, 42) havaitsi, että asuntorahastojen velkavivun osuus rahoituksesta on noin puolet, mutta myös suurempia velkavipuprosentteja esiintyy.



Kuvio 5 Omavaraisuusaste, taseella painotettu keskiarvo (Valtioneuvosto, 2018, 54)

Valtioneuvosto tutki vuonna 2018 asuntosijoitusyhtiöiden velkaantuneisuutta. Kuten kuvio 5 huomataan, pienten asuntosijoitusyhtiöiden omavaraisuusaste on ollut keskimäärin vajaa 50% eli niiden velkavipu on ollut hieman yli 50%. Lisäksi keskimääräinen velkavipu on pysynyt vakaana vuosina 2006 – 2015. Suuremmat asuntosijoitusyhtiöt puolestaan ovat vähentäneet velkavipuaan viime vuosina ja vuonna 2015 niiden keskimääräinen velkavipuprosentti oli enää hieman yli 60. Kuvio 5 nähdään lisäksi, että yleishyödylliset ja kuntien vuokra-asuntoyhteisöt pystyvät käyttämään huomattavasti suurempaa velkavipua, mikä johtuu pitkälti niiden julkisomisteisesta statuksestaan, yksityisiä toimijoita vakaammista toimintaedellytyksistään sekä mahdollisuudesta hyödyntää edullisia korkotuetta lainsäädännön lainoja. Se mitä kuvio 5 ei näe, mutta mikä tutkimuksessa myös ilmeni, on että pienten asuntosijoitusyhtiöiden omavaraisuuden jakauma on hyvin laaja. Tämä tarkoittaa sitä, että pienissä asuntosijoitusyhtiöissä on paljon maltillista velkavipua käyttäviä yhtiöitä, mutta myös erittäin paljon suurta velkavipua käyttäviä yhtiöitä, joiden omavaraisuusaste on reilusti negatiivinen ja näin ollen kestävämmällä pohjalla. Suurilla asuntosijoitusyhtiöillä puolestaan löytyy paljon enemmän puskuria tappioiden varalle. (Valtioneuvosto, 2018, 53-55)

Suuret ja keskisuuret asuntosijoitusyhtiöt ovat käyttäneet aiemmin enemmän velkavipua, sillä vasta vuosina 2014-2015 omavaraisuusaste on noussut keskimäärin yli 30 prosenttiin. Vertailun vuoksi Ruotsissa asuntosijoitusyhtiöiden keskuudessa velkavipua käytetään enemmän kuin Suomessa ja osittain sen seurauksena myös kannattavuus on ollut ruotsalaisilla asuntosijoitusyhtiöillä huomattavasti parempi. (Valtioneuvosto, 2018, 74)

Asuntosijoittajina toimivien yksityishenkilöiden sekä pienten ja keskisuurten asuntosijoitusyhtiöiden yleisin ja lähes ainoa kanava hankkia rahoitusta on pankkilaina. Sen sijaan suuret toimijat, kuten Sato ja Kojamo voivat hyödyntää joukkolainamarkkinoita hankkiakseen vierasta pääomaa investointeihin, mikä tuo niille kilpailuetua verrattuna pienempiin toimijoihin, sillä joukkolainamarkkinoilta hankittu rahoitus on yleensä halvempaa. (Valtioneuvosto, 2018, 107)

2.3 Taloyhtiölainat

Uudiskohteita on rakennettu viime vuosina runsaasti ja valtaosa niistä on päätynyt sijoittajien haltuun (Rakennuslehti, 2018). Taloyhtiölainat ovat osittain mahdollistaneet viime vuosien korkeasuhdanteen rakennussektorilla ja pitäneet yllä niin kuluttaja- kuin etenkin sijoittajakysyntää (Rimpiläinen, 2018; Talouselämä, 2019). Uudiskohteiden hinta on korkeampi eikä niistä voida periä samassa suhteessa korkeampaa vuokraa, minkä vuoksi uudiskohteiden vuokratuotto on alhaisempi. Uudiskohteiden hyvinä puolina puolestaan ovat niiden huolettomuus sekä yhtiölainat, varsinkin jos yhtiölainanlyhennykset on tuloutettu taloyhtiön kirjanpidossa, sillä silloin taloyhtiölle maksettavat lainanlyhennysvastikkeet (pääomavastikkeet) ovat vähennettävissä asunnon omistajan pääomatuloista, jolloin veronmaksua voidaan siirtää pitkälle tulevaisuuteen, kunnes asunto myydään (Orava & Turunen, 2016, 93, 206-207; Verohallinto, 2018).

Viime vuosina uudiskohteiden myynnissä on yleistynyt tapa, jossa asunnon voi ostaa joko a) velattomalla hinnalla tai b) myyntihinnalla. Velaton hinta on kohteen kokonaishinta, joka rakennuttajalle tulee maksaa kokonaisuudessaan kaupanteon yhteydessä ja tarvittaessa lainarahoituksen hankkiminen maksettavalle summalle jää ostajan vastuulle. Myyntihinta puolestaan koostuu kaupanteon yhteydessä maksettavasta rahasuorituksesta sekä päälle tulevasta taloyhtiölainaosuudesta. (Laki24, 2019)

Taloyhtiölainat ovat asuntoyhteisöille (taloyhtiöille) myönnettyä lainaa, jonka takaisinmaksusta asunto-osakkeiden omistajat vastaavat kuukausittain yhtiövastikkeeseen kuuluvan pääomavastikkeen muodossa. Yhtiölainoilla rahoitetaan niin vanhojen taloyhtiöiden remontteja kuin uusien rakentamista. Myyntihinta, joka rakennuttajalle kaupanteon yhteydessä maksetaan, voi olla yksittäisissä kohteissa vain 20-30% asunnon kokonaishinnasta. Yhtiölainojen avulla kasvukeskusten kallistuneet asunnot onkin saatu näyttämään edullisemmilta. Usein taloyhtiölainalla ostettuun uudiskohteeseen kuuluu lisäksi valmistumisen jälkeinen useamman vuoden mittainen lyhennysvapaaajakso, jonka aikana pääomavastikkeena maksetaan vain yhtiölainan korkoja eikä lainaa vielä lyhennetä. (Suomen Pankki, 2018; Valtiovarainministeriö, 2019b, 12, 20)

Useat asiantuntijat ovat arvelleet, että pitkät lyhennysvapaat yhdistettynä edulliselta vaikuttavaan myyntihintaan saattavat hämärryttää tavallisten asunnonostajien sekä

kokemattomimpien asuntosijoittajien ja ymmärrystä asunnon todellisesta hinnasta sekä kuukausittaisista menoista, kun yhtiölainan lyhennykset alkavat, varsinkin jos korot ovat myös nousseet (Finanssivalvonta, 2018; Sullström, 2018; Valtiovarainministeriö, 2019b, 24).

Taloyhtiölainat ovat osaltaan kiihdyttäneet viime vuosina ammattimaista sijoittajakysyntää uudiskohteita kohtaan, koska niin yksityissijoittajien kuin asuntosijoitusyhtiöidenkin on ollut mahdollista päästä käsiksi uusiin kohteisiin hyvin pienellä käsirahalla. Kuten edellä velkavipua käsiteltäessä kävi ilmi, ammattimaiset asuntosijoittajat pyrkivät korkeaan oman pääoman tuottoon, minkä vuoksi yhtiölainalliset uudiskohteet kiinnostavat heitä, koska tällöin oman pääoman tarve on pienempi, vain myyntihinnan verran. (Rimpiläinen, 2018)

Lokakuussa 2019 Valtiovarainministeriön nimittämä työryhmä julkaisi laajan kotitalouksien velkaantuneisuudesta kertovan selvityksensä, jossa taloyhtiölainat ja etenkin niiden rajoittaminen nostettiin suuresti esille, sillä taloyhtiölainojen määrät ovat kasvaneet nopeasti viime vuosina edustaen jo 14 prosenttia kotitalouksien kaikista veloista. Raportissa myös nostetaan esille se, miten suuri osa uudiskohteista päättyy suoraan ammattimaisille sijoittajille, jotka hyödyntävät yhtiölainojen tarjoamaa edullista velkavipua suurissa määrin. Lisäksi jos myyntihintaa varten ei tarvita pankkirahoitusta, ei ostaja joudu käymään missään vaiheessa rahoittajan kanssa läpi lainanhoitokyvyn arviointiprosessia, joka joissain tilanteissa voisi estää sijoittajaa saamasta lainarahaa. Näin ollen taloyhtiölainat mahdollistavat asuntolainoihin kohdistuvan sääntelyn ja ohjeistuksien kiertämisen, siten että jopa aivan konkurssikypsän asuntosijoitusyhtiön, joka ei millään läpäisisi pankkien luotonantoprosessia, on mahdollista ostaa jopa 70-80 prosenttisesti yhtiölainoitettu uudiskohde, jos siltä vain löytyy myyntihinnan verran rahaa jostain. Työryhmä onkin huolissaan ylivelkaantuneiden asuntosijoittajien muodostamasta riskistä koko asuntomarkkinalle, sillä se lisää asuntomarkkinoiden häiriöalttiutta ja vahvistaa syklisyyttä, jos kriisitilanteessa ylivelkaantuneet sijoittajat joutuvat realisoimaan sijoituksiaan laskevilla markkinoilla. (Valtiovarainministeriö, 2019b, 13-16, 22-24, 31, 73)

Myös Suomen Pankki (2018) on yhdessä Finanssivalvonnan (2018) sekä kansainvälisen luottoluokittaja Moody'sin kanssa kiinnittänyt huomiota taloyhtiölainojen ja niiden pitkien lyhennysvapaiden muodostamaan riskiin, koska muun muassa ammattimaiset asuntosijoittajat saavat taloyhtiölainan muodossa huomattavasti halvemmilla ehdoilla lainaa,

kuin mitä he itse pankista saisivat, mikä lisää suoraan yhtiölainojen riskitasoa. (Kauppa-lehti, 2018b)

Taloyhtiölainoja on aivan viime aikoina jopa verrattu USA:n talouden vuonna 2008 kaataneisiin subprime-asuntoluottoihin, joista koko finanssikriisi sai alkunsa, koska suurilla yhtiölainaosuuksilla, ylipitkillä lyhennysvapailta sekä vuokratonttien käyttämisellä on asuntojen myyntihinnat saatu painettua houkuttelevan alhaisiksi, vaikka todellisuudessa asuntojen velattomat hinnat ovat koko ajan nousseet. Kun tähän lisää sen, että ammattimaiset asuntosijoittajat käyttävät yhtiölainoja hyväkseen alentaakseen velkavivutetun asuntosalkkunsa rahoituskuluja, on systeimiriskin merkkejä ilmassa. (Uusi Suomi, 2018; Yle, 2018)

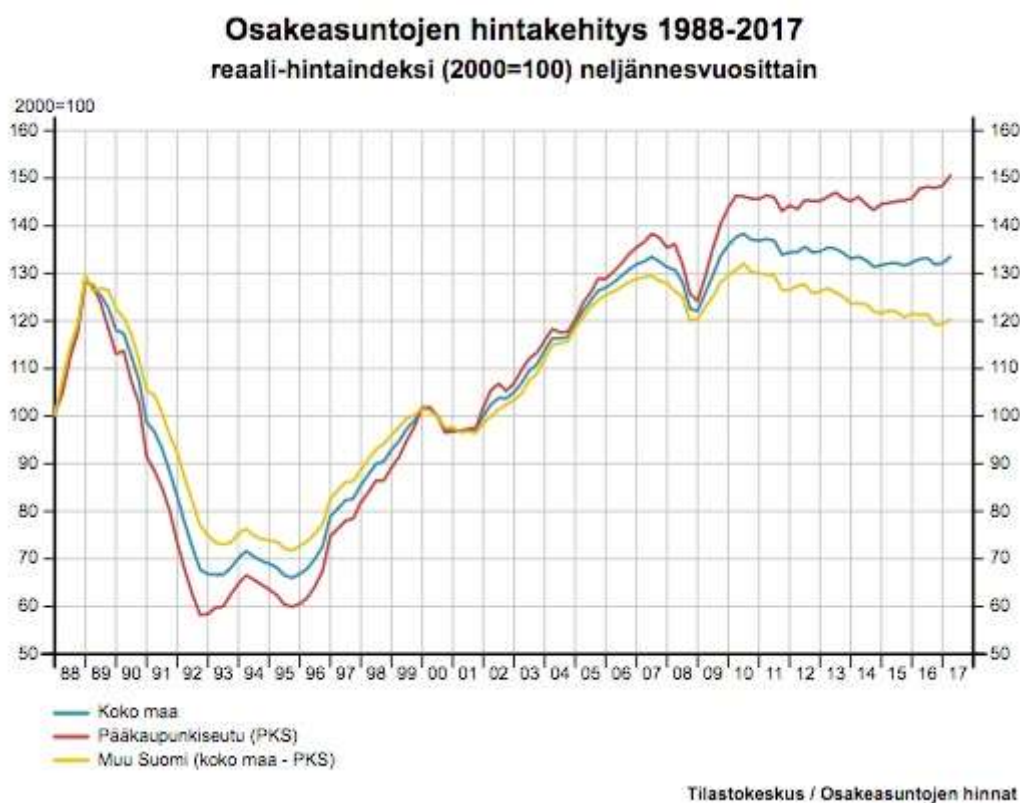
Tutkielman näkökulman kannalta on hyvä ymmärtää minkälaisen riskin taloyhtiölainoista johtuva velkaantuneisuuden kasvu, ja sitä kautta kasvanut häiriöalttius muodostavat Suomen asuntomarkkinoille. Taloyhtiölainallisia asuntoja ovat ostaneet paljon etenkin yksityiset asuntosijoittajat, mutta myös pienemmät asuntosijoitusyhtiöt, jotka eivät välttämättä saisi itse yhtä edullisesti lainarahaa. Suurilla asuntosijoitusyhtiöillä, esimerkiksi Satolla ja Kojamolla puolestaan on käytettävissä edullisia rahoituskanavia omasta takaa, kuten edellä kappaleessa 2.2 todettiin, eivätkä taloyhtiölainat näyttäydy näille yhtiöille yhtä houkuttelevina. Lisäksi ne hankkivat ja rakennuttavat itse kokonaisia kerrostaloja, joten ne asuntosijoitusyhtiöt, jotka mahdollisesti ”pelaavat” taloyhtiölainoilla, lienevät pääasiassa pieniä yhden tai kahden hengen yhtiöitä.

2.4 Yleinen markkinatilanne

Suomessa on saatu nauttia viimeisen kahdenkymmenen vuoden ajan harvinaisen pitkään jatkuneesta asuntojen hintojen noususta, sillä hinnat ovat nousseet lähes poikkeuksetta aina tähän päivään saakka 90-luvun lamasta lähtien. Vain 2000-luvun alun teknokupla ja vuoden 2008 finanssikriisi aiheuttivat tilapäisesti hintojen laskua. Jos ennen vuotta 2008 asuntojen hinnat nousivat käytännössä katsoen joka puolella Suomea, on vuoden 2008

jälkeen hinnat nousseet selvästi enää vain suurimmissa kasvukeskuksissa, kuten pääkaupunkiseudulla, Tampereella, Turussa ja Oulussa. (Tilastokeskus, 2017; Hypo, 2019)

Kuten inflaatiokorjatusta osakeasuntojen hintakehitystä osoittavasta kuviosta 6 näemme, on hintojen nousu 90-luvun laman jälkeen ollut hyvin nopeaa ja yhtenäistä ympäri Suomen. Vuodesta 2009 alkaen pääkaupunkiseudun hinnat ovat kuitenkin jatkaneet nousuaan, kun muualla Suomessa asuntojen reaalihinnat ovat jopa laskeneet. On muistettava, että vuosittainen inflaatio laskee asuntojen reaalihintoja, joten käytännössä asuntojen nimellishinnoilla mitattuna oheinen hintakehityksen kuvaaja näyttäisi vielä ripeämpää nousua. Vaikka pääkaupunkiseudun reaalihinnat näyttävät jämähtäneen 2010-luvulla paikoilleen, ovat asuntojen nimellishinnat nousseet selvästi, sillä inflaatio on pysytellyt samaan aikaan Suomessa reilussa yhdessä prosentissa (Findikaattori, 2019).

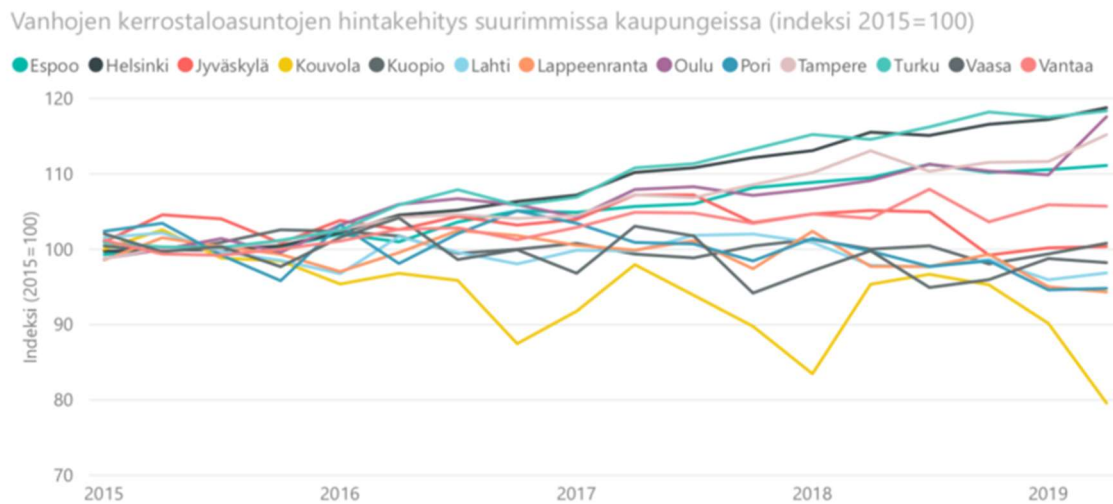


Kuvio 6 Osakeasuntojen hintakehitys inflaatiokorjattuna 1988-2017 (Tilastokeskus, 2017)

Hypo (2019) on varoittanut asuntomarkkinoiden jakaantuvan ”voittajaseutuihin”, kuten Helsingin, Tampereen ja Turun seudut sekä ”häviöjäseutuihin”, joka kattaa lähes kaikki muut Suomen seutukunnat. Hypo perustaa ennusteensa asuntojen pitkän aikavälin alueelliseen kysyntään ja pohjana on käytetty Tilastokeskuksen (2019) tuoreinta

väestöennustetta, jonka mukaan vuoteen 2040 mennessä väestö kasvaa enää vain Uudenmaan, Pirkanmaan sekä Varsinais-Suomen maakunnissa, kun muualla Suomessa väestö vähenee. Pohjoisessa ja itäisessä Suomessa väestö on jo paikoitellen alkanut vähenemään syntyvyyden laskun ja muuttotappion seurauksena (Tilastokeskus, 2019).

Kasvavat ja kehittyvät kaupungit pitävät vielä pintansa, mutta Kouvolan, Kajaanin ja Kotkan kaltaisilla taantuvilla paikkakunnilla hinnoissa on laskupaineita jo nyt (Orava & Turunen, 2016, 25). Kuten kuvio 7 osoittaa, asuinseutujen polarisoituminen on jatkunut voimakkaana vuodesta 2015 lähtien. Kun Helsingissä, Espoossa, Oulussa ja Tampereella vanhan kerrostaloasunnon keskimääräinen hinta on noussut lähes 20% niin samaan aikaan esimerkiksi Kouvolassa keskimääräinen hinta on laskenut saman verran (Kiinteistönvälittäjien Keskusliitto, 2019).



Kuvio 7 Vanhojen kerrostaloasuntojen hintakehitys suurimmissa kaupungeissa 2015–2019 (Kiinteistönvälittäjien Keskusliitto, 2019)

Orava ja Turunen (2016) toteavat, että tänä päivänä asunnon mikrosijainnin merkitys korostuu, sillä erot kaupunkien sisällä ja kaupunginosien välillä ovat kasvamaan päin. Tilastokeskuksen viimeisimmät tiedot tukevat väitteitä (Kokkonen ym., 2019), joiden mukaan asuntojen hinnat eivät eriydy pelkästään Suomen eri alueiden välillä, vaan nyt myös jo maakuntien sisällä sekä kaupunginosien välillä. Tilastokeskuksen tietojen mukaan seutukuntien keskuskaupungeissa asuntojen hinnat ovat nousseet nopeammin kuin syrjemällä tai vastaavasti laskeneet hitaammin. Esimerkiksi Turun keskusta-alueella hinnat nousivat 2015 – 2019 välillä keskimäärin 18 prosenttia, keskustan ulkopuolella 6 prosenttia ja Turun työssäkäyntialueen muissa kunnissa noin yhden prosentin. Samalla

aikavälillä Helsingin keskusta-alueella hinnat nousivat noin 20 prosenttia, kun taas sen ulkopuolella vain noin 6 prosenttia. (Kokkonen ym., 2019)

Kansainvälisesti voimakkaimmin asuntojen hinnat ovat nousseet suurkaupungeissa missä asutus on tiheintä ja rakennusmaata tarjolla niukimmin. Asuntojen hintojen nousu perustuu pitkälti tonttimaan arvon nousuun, sillä rakennus itsessään, joka tontilla seisoo, alkaa menettää arvoaan ja rapistua heti valmistuttuaan. Kasvava kysyntä yhdistettynä asuntojen niukkuuteen nostaa sekä asuntojen, että tonttien hintoja sekä vuokria. Tonttimaan hinta on noussut keskimäärin enemmän kuin itse asuntojen hinnat viimeisen kahdenkymmenen vuoden aikana. (Peltola, 2017, 3)

Yllä kuvatun polarisaation taustalla olevan ilmiön nimi on kaupungistuminen, jota voidaan nimittää yhdeksi maailman megatrendeistä. Etenkin nuoret ihmiset hakeutuvat kaupunkeihin paremman koulutuksen, työpaikkojen, kulttuuri- ja vapaa-ajan palveluiden sekä monien muiden vetovoimatekijöiden vuoksi. Suomi on muuta Länsi-Eurooppaa jäljessä, sillä Suomessa kaupungistuminen lähti käyntiin kunnolla vasta toisen maailmansodan jälkeen, kun muun muassa elinkeinorakenne koki suuren muutoksen, palveluvaltaistuminen käynnistyi ja 1960-luvulta alkaen perustettiin useita uusia yliopistoja ja korkeakouluja. (Demos Helsinki, 2018, 9-16)

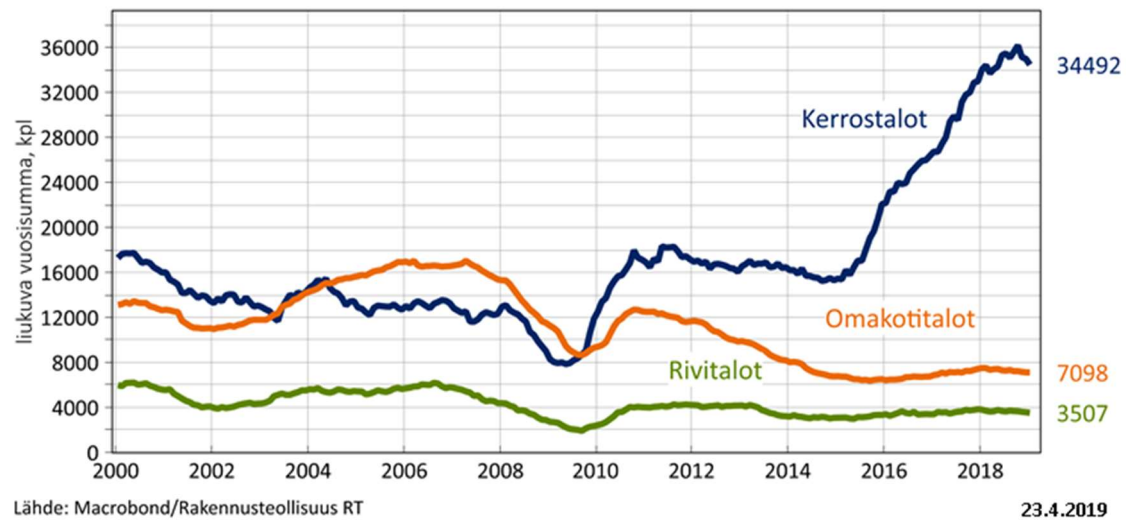
Kaupungistuminen ei myöskään näytä laantumisen merkkejä Suomessa, joten on oletettavaa, että väki pakkautuu yhä enemmän kaupunkeihin, etenkin Etelä-Suomen kasvukolmiona tunnetun Turku-Tampere-Helsinki alueen sisälle ja samalla maaseutu tyhjenee. Näin ollen Suomeen on syntymässä kahdet täysin erilaiset asuntomarkkinat. (Hypo, 2019)

Taloussuhdanteilla on suuri vaikutus asuntojen hintakehitykseen, kuten kuviosta 6 näemme. Esimerkiksi 90-luvun alun lamavuosina asuntojen reaali hinnat laskivat yli 40 prosenttia (Tilastokeskus, 2017). Suomessa on päästy nauttimaan talouskasvusta viime vuosien aikana, mutta merkkejä talouskasvun hidastumisesta on jo saatu, minkä lisäksi taloussuhdanteen ennustetaan tulevana vuosina jäähtyvän vielä lisää (Valtiovarainministeriö, 2019a). Rakennusosalalle on odotettu jo vuodesta 2018 lähtien taantumaa, sillä vuodesta 2015 käynnistynyt rakentamisen korkeasuhdanne on jatkunut ennennäkemättömän korkeana, mutta vuoden 2018 aikana myönnettyjen rakennuslupien määrä on kääntynyt jo laskuun, mikä signalisoi rakentamisen suhdanteen hyytymisestä (Etla, 2018, 53-56; Rakennusteollisuus, 2019).

Vuonna 2018 aloitettiin rakentamaan yli 45 000:ta asuntoa (kuvio 8), mikä on koko 2000-luvun ennätys. Suurin osa uudistuotannosta on rakentunut kerrostaloihin (noin 35 000 kappaletta) ja etenkin yksiöitä ja kaksioita on rakennettu ennätysmäärä. (Rakennusteollisuus, 2019)

Yksiöiden hinnat ovat nousseet muita asuntotyyppejä nopeammin, sillä pienissä asunnoissa kysyntä ylittää tarjonnan, mikä ei sinänsä yllätä, kun Suomessa noin 40% asunnokunnista on yhden hengen talouksia ja asuntokannasta yksiöitä on vastaavasti vain 15%. Lisäksi kaupungistumisen sekä ikääntymisen voidaan nähdä vielä lisäävän yksinasumista tulevaisuudessa. (Hypo 2019; Valtioneuvosto, 2018, 29, 37-40)

Asuntoaloitukset talotyypeittäin



Kuvio 8 Asuntoaloitukset talotyypeittäin (Rakennusteollisuus, 2019)

Sijoittajakysyntä on ollut uudiskohdemarkkinoilla kovaa, sillä viime vuosina noin 14 000 – 16 000 asunnon on arvioitu vuosittain päätyneen sijoittajille (Rakennuslehti, 2019) ja joidenkin arvioiden mukaan jopa yli puolet uudistuotannosta olisi päätenyt suoraan sijoittajille (Hypo, 2019). Vaikka uudistuotanto on rakentunut pääasiassa kasvukeskuksiin, kuten Helsinkiin ja Tampereelle, on paljon asuntoja valmistunut myös alueille, joilla Tilastokeskuksen väestöennuste (2019) ennustaa väestön vähenevän selvästi. Näillä alueilla asuntojen pitkän aikavälin kysyntä ei tule riittämään tarjontaan nähden ja hintojen laskuun on syytä varautua. Paikoitellen myös kasvukeskuksiin on rakentunut viime vuosina niin paljon uudistuotantoa, että on syntynyt hetkellinen asuntojen ylitarjonta, mutta asiantuntijat näkevät kasvukeskusten vetovoiman korjaavan kyllä tilanteen toisin kuin

syRJäseuduille syntyneen ylitarjonnan osalta (Helsingin Sanomat, 3.10.2019; Hypo, 2019; Valtioneuvosto, 2018).

Asuntomarkkinoilla onkin nyt alkuvuodesta 2020 aiempaa enemmän kysymysmerkkejä ilmassa niin kotimaisten asuntomarkkinoiden kahtiajakautumisen, rakentamisen suhdanteen jäähtymisen kuin talouskasvun jatkumisen suhteen. Suomen kiinteistömarkkinat eivät ole suojassa maailman markkinaheilunnalta, sillä viime vuosien aikana ulkomaiset sijoittajat ovat vyöryneet Suomeen ja kasvattaneet kiinteistösijoitussalkkujaan, vaihtoehtoisten, lähinnä korkosijoitusten, matalan tuoton vuoksi (RAKLI, 2014, 35-36). Jos korot lähtisivätkin yhtäkkiä nousuun, odotettavissa voisi olla, että osa suurten institutionaalisten ja kansainvälisten sijoittajien pääomasta vetäytyisi Suomen asuntomarkkinoilta ja siirtyisi tuotto-odotuksia nostaneisiin korkosijoituksiin, sillä monet suuret kansainväliset sijoittajat seuraavat tiukasti omia tuotto-arvolaskelmiaan, joissa pienetkin muutokset korkokannoissa tai tuotto-odotuksissa voivat saada jonkin toisen sijoituskohteen näyttämään houkuttelevammalta (PTT, 2019). Vastaavasti maailmanlaajuisen talouskriisin seurauksena osa ulkomaisista sijoittajista todennäköisesti vetäytyisi Suomesta, kuten kävi vuoden 2008 finanssikriisin aikaan (Catella, 2017, 3-9). Kotimainen kysyntä tuskin pystyisi paikkaamaan tätä lovea, varsinkin jos talous vaipuu taantumaan. Kuten johdannossa jo pohdittiin, ennusmerkit sille, että asuntojen hinnat tulisivat ainakin osassa Suomea / yhä suuremmassa osassa Suomea laskemaan ovat näkyvissä ja lieneekin vain ajan kysymys, milloin asuntojen hinnoissa tapahtuu pudotusta jossain mittakaavassa. On mielestäni realistista näin alkuvuodesta 2020 pohtia, ovatkohan kaikki yksityiset asuntosijoittajat ja asuntosijoitusyhtiöt varautuneet mahdolliseen arvonalenemiseen, varsinkin jos velkavipua on käytetty, mikä on asuntosijoittamisessa enemmän sääntö ja edellytys kuin poikkeus, kuten kappaleessa 2.2 kävi ilmi.

3 IFRS:N JA KIRJANPITOLAIN NYKYMÄÄRÄYSTEN ESITELY

3.1 IFRS yleisesti

Euroopan unionin talousalueella julkisesti noteeratuille listayhtiöille tuli kaikille pakolliseksi siirtyä laatimaan IFRS-tilinpäätös 1.1.2005 alkaen. Muutosta on pidetty yhtenä tilinpäätöshistorian suurimmista yksittäisistä tapahtumista (Hung ja Subramanyam, 2007, 623). Myös noteeraamattomat yhtiöt ovat voineet siirtyä soveltamaan IFRS-sääntelyä, mutta käytännössä Suomessa IFRS-raportointia ovat käyttäneet vain konsernit, sillä erillisyhtiöiden siirtymistä IFRS:n käyttäjiksi ovat rajoittaneet Suomen verotuksen ja kirjanpidon väliset eroavaisuudet. IFRS-standardit julkaisseen kansainvälisen IASB:n päämääränä on, että tilinpäätöksissä ja muussa taloudellisessa raportoinnissa julkaistava tieto sisältää käyttäjillensä läpinäkyvää ja vertailukelpoista informaatiota. IFRS-standardit ovat laajimmin maailmalla käyttöön omaksutut tilinpäätösstandardit. Ominaista IFRS-standardeille ovat jatkuvat pienet muutokset ja uudet tulkinnat. IFRS-standardit pohjautuvat vahvasti niitä edeltäneisiin IAS-standardeihin. (Halonen, 2013; 623; ST-Akatemia, 2014, 5)

Käyvän arvon käyttö tilinpäätöksissä alkoi lisääntymään 1980-luvulla, kun FASB ja IASB siirtyivät hiljalleen suosimaan markkinaperusteista arvostamista perinteisen kustannusperusteisen arvostamisen sijaan. Alun perin käypää arvoa oli tarkoitus käyttää vain tiettyjen rahoitusinstrumenttien arvostamiseen markkinahintaan, mutta myöhemmin sen käyttö on laajentunut koskemaan myös monia muita tilinpäätöseriä, kuten sijoituskiinteistöjä. Muutoksella on ollut merkittäviä vaikutuksia tuloslaskelman ja tasearvojen rooliin tilinpäätöksessä. (Hitz, 2007, 324)

Yleisesti käyvällä arvolla tarkoitetaan sitä hintaa, joka varallisuuserän myynnistä saataisiin kyseisellä hetkellä markkinoilla. Osakkeiden kohdalla päivän markkina-arvon määrittäminen onnistuu helposti, sillä niille on olemassa aktiiviset markkinat. Monen muun varallisuuserän kohdalla kyse on enemmänkin hypoteettisesta päivän arvosta, jos niillä ei ole olemassa aktiivisia markkinoita (Hitz, 2007, 326). IFRS-standardeissa käyvän arvon määritelmänä käytetään hintaa, joka saataisiin omaisuuserän myynnistä tai maksettaisiin

velan siirtämisestä markkinaosapuolten välillä arvostuspäivänä toteutuvassa tavanmukaisessa liiketoimessa (ST-Akatemia, 2015, 391).

Kun IFRS-standardien käyttö vuonna 2005 tuli pakolliseksi kaikille Euroopan unionin pörseissä julkisesti listatuille yhtiöille, oli yhtiöiden alettava soveltamaan jo olemassa olevia standardeja IAS 39 rahoitusinstrumenttien arvostamisesta sekä IAS 40 sijoituskiinteistöjen arvostamisesta, jotka molemmat tosin uudistuivat perinpohjaisesti yhtä aikaa IFRS-uudistuksen mukana. Tämän tutkielman näkökulmasta johtuen keskitytään seuraavassa käsittelemään vain IAS 40 standardin sisältöä.

3.1.1 IAS 40 -standardi

IAS 40 Sijoituskiinteistöt -standardi mahdollisti vuodesta 2005 alkaen IFRS-tilinpäätöksen tekevien yhtiöiden arvostavan sijoituskiinteistönsä käypään arvoon tai vaihtoehtoisesti jatkavan hankintamenohintaan arvostamista. Standardi määrittelee sijoituskiinteistöiksi *kaikki ne kiinteistöt, jotka se omistaa vuokratuoton tai arvonnousun tai näiden molempien hankkimiseksi. Näin ollen sijoituskiinteistö kerryttää rahavirtaa riippumatta yhtiön muista omaisuuseristä, mikä erottaa sen omassa käytössä olevasta kiinteistöstä, esimerkiksi tavaroiden tuotantotilasta, joka kerryttää myös rahavirtaa, mutta yhdessä muun tuotantoprosessin kanssa käytettävien omaisuuserien (raaka-aineet) kanssa. Omassa käytössä oleviin kiinteistöihin sovelletaan IAS 16:ta Aineelliset käyttöomaisuushyödykkeet. Yhtiö voi luokitella sijoituskiinteistöksi myös vuokralle ottamansa kiinteistön, mutta vain silloin, jos se muutoin vastaa sijoituskiinteistön määritelmää ja jos siihen sovelletaan kirjanpidossa käyvän arvon mallia.* (ST-Akatemia, 2015, 1008-1014)

Yhtiön käyttäessä kiinteistöä osittain tavaroiden ja palveluiden tuottamiseen ja osittain vuokratuoton tai arvonnousun hankkimiseen yhtiö saa käsitellä kiinteistöä sijoituskiinteistönä vain silloin, jos tavaroiden valmistukseen ja palveluiden tuottamiseen käytetään ainoastaan vähäistä osaa kiinteistöstä. Kiinteistöä, joka on vuokrattu yhtiön emo- tai sisaryritykselle ei voida pitää konsernitilinpäätöksessä sijoituskiinteistönä, koska koko konsernin mittapuulla se on omassa käytössä. Sen sijaan vuokralle antanut yhtiö voi

käsitellä sitä sijoituskiinteistönä omassa tilinpäätöksessään, jos se muutoin vastaa yllä esitettyä sijoituskiinteistön määritelmää. Myöskään kiinteistöä, joka on tarkoitettu myytäväksi tavanomaisessa liiketoiminnassa tai jota rakennetaan tai kunnostetaan tällaista myyntiä varten (normaali rakennusliiketoiminta) ei voida luokitella sijoituskiinteistöksi. (ST-Akatemia, 2015, 1009-1011)

Hankittaessa sijoituskiinteistö on arvostettava IAS 40 -standardin mukaan taseeseen hankintamenoonsa, joka sisältää ostohinnan ja muut hankinnasta välittömästi johtuvat menot. Tämän jälkeen yhtiön on päätettävä, valitseeko se laatomisperiaatteekseen käyvän arvon mallin vai hankintamenomallin ja sovellettava valitsemaansa periaatetta kaikkiin sijoituskiinteistöihin. On huomionarvoista, että jos yhtiö on kirjannut vuokralle ottamansa kiinteistön sijoituskiinteistöksi, jolloin vuokralle otettuun kiinteistöön on sovellettava käyvän arvon mallia, on käyvän arvon mallia sovellettava myös kaikkiin yhtiön muihin sijoituskiinteistöihin. Jos yhtiö soveltaa käyvän arvon mallia, on käyvän arvon muutoksesta johtuva arvonnousu tai -lasku kirjattava tulosvaikutteisesti sille tilikaudelle, jonka aikana se syntyy. Jos sen sijaan yhtiö soveltaa hankintamenomallia on sen arvostettava kaikki sijoituskiinteistönsä alkuperäisen kirjaamisensa jälkeen IAS 16:n (Aineelliset käyttöomaisuushyödykkeet) vaatimusten mukaisesti. (ST-Akatemia, 2015, 1009, 1012-1014, 1017)

3.1.2 IFRS uudistus vuonna 2013 - IFRS 13 -standardi

Vuonna 2011 IASB julkaisi IFRS 13 -standardin, jonka tavoite on selkiyttää käyvän arvon mallin käyttöä sekä vähentää sen käyttöön liittyvää monimutkaisuutta ja epäyhtenäisyyttä eri yksittäisten standardien välillä. Standardi korvasi muiden standardien käyvän arvon määrittelystä kertoneet kohdat. Lisäksi standardilla pyrittiin myös vastaamaan maailmanlaajuisen finanssikriisin esiin nostamiin ongelmiin (Prochazka, 2011). IFRS 13 -standardin voimaantulo 1.1.2013 yhtenäisti käyvän arvon määrittelyn velvoittamalla yhtiöt esittämään käyvät arvot IFRS 7:n kolmetasoisien hierarkian mukaisesti sekä määrsi yhtiön ilmoittamaan käyttämänsä käyvän arvon arvostusperiaatteet vähintäänkin taseen liitetiedoissa. Tämä laajensi sijoituskiinteistöjä koskevia raportointivaatimuksia siten, että nyt myös hankintamenomallilla arvostetuista sijoituskiinteistöistä tuli ilmoittaa

taseen liitetiedoissa niiden arvostusperusteet sekä tieto siitä, minkä käyvän arvon hierarkiatason mukaan arvostus on tehty. (Busso, 2014, 1; KPMG, 2014, 29.) IFRS 13 -standardia sovelletaan, kun jossain muussa IFRS-standardissa näin vaaditaan tai käypään arvoon arvostaminen sallitaan. Käytännössä hankintamenomallia käyttäneet yhtiöt, joutuvat määrittelemään sijoituskiinteistöillensä kaksi eri arvoa, mikä osaltaan on varmasti kannustanut yhtiöitä siirtymään käyttämään pelkästään käyvän arvon mallia.

Käyvän arvon hierarkian kolme tasoa määritellään seuraavasti käyttämällä:

- 1) Toimivilla markkinoilla, joille yhtiöllä on arvostuspäivänä pääsy, noteerattujen täysin vastaavien varojen tai velkojen oikaisemattomia hintoja. Esimerkiksi noteeratut osakkeet ja joukkovelkakirjalainat.
- 2) Havaittavissa olevia muita syöttötietoja kuin tasoon 1 sisältyviä noteerattuja hintoja, jotka ovat todennettavissa joko suoraan (hinnat) tai epäsuoraan (johdettu hinnoista). Esimerkiksi koronvaihtosopimukset, joiden käyvä arvo lasketaan arvostusmalleilla käyttäen noteerattuja korkotasoja ja valuuttakursseja.
- 3) Syöttötietoja, joiden arvot eivät perustu todettavissa oleviin markkinatietoihin. Esimerkiksi noteeraamattomat osakkeet.

(KPMG, 2013, 335-336)

Sijoituskiinteistöjen tapauksessa kategoriaan yksi kuulumisen on käytännössä mahdollista, sillä se vaatisi, että useita täysin vastaavanlaisia asuntoja täysin vastaavalla sijainnilla vaihtaisi omistajiaan päivittäin, jolloin muodostuisi aktiivinen markkina. Käytännössä edes Helsingin keskustan suosituimmilla sijainneilla asunnot eivät muodosta näin likvidiä markkinaa. Kategoriaan kaksi kuulumisen voisi tulla kyseeseen Suomessa muutamilla kaikista likvideimmillä asuntomarkkinasijainneilla, kuten Helsingin kantakaupungin alueella, jossa markkinoilta voi olla löydettävissä myynnistä lähes samanlaisia asuntoja, jolloin hinnat voidaan johtaa epäsuorasti markkinoilta. Sijoituskiinteistöjen on kuitenkin katsottu useimmiten kuuluva hierarkian tasolle 3, sillä markkinoilta harvoin on löydettävissä täysin vastaavaa kiinteistöä, minkä vuoksi johto joutuu käyttämään omaa arviointikykyään kiinteistöjä käypään arvoon arvostaessaan (KPMG, 2014, 29).

Tutkijat eivät ole onnistuneet muodostamaan yhtenäistä kantaa siihen, oliko IFRS 13 -standardin tuoma uudistus hyvä vai huono. Osa tutkijoista ja tutkimuksista väittää

uudistuksen parantaneen tilinpäätöksen paikkansa pitävyyttä (Barth, Landsman & Wahlen, 1995; Barlev & Haddad, 2003; Ball, 2006; Menicucci & Paolucci, 2016; Ghosh, Liang & Petrova, 2019), osa tyytyy toteamaan uudistuksen vain lisänneen tuloslaskelman volatilitteettia (Hodder, Hopkins & Wahlen, 2006; Al-Khadash & Khasawneh, 2014; Elsiefy & ElGammal, 2017) ja osan mielestä volatilitteen kasvu altistaa tuloslaskelmaerät erittäin syklisiksi, minkä vuoksi uudistus pitäisi perua tai IFRS 13 -standardia vähintäänkin muuttaa (Procházka, 2011). Aihepiirin tutkimuksista lisää kappaleessa 4 *Teoreettinen viitekehys*.

3.2 Suomen kirjapitolaki

Vuodesta 2005 alkaen kaikilta Suomessa pörssilistatuilta yrityksiltä on edellytetty IFRS-tilinpäätöksen laatimista. Näidenkin yritysten osalta vain konsernitilinpäätös on ollut pakko laatia IFRS-säännösten mukaisesti (KPL7a:2). Myös muut kirjanpitovelvolliset ovat voineet laatia IFRS-tilinpäätöksen vapaaehtoisesti niin halutessaan, mutta riippumatta siitä perustuuko IFRS-tilinpäätöksen laadinta pakollisuuteen vai vapaaehtoisuuteen, on yritysten muilta osin noudatettava kansallista kirjanpitosääntelyä (FAS). (Leppiniemi & Kisanlahti, 2018, 57-58)

Kuitenkin Suomen osakeyhtiölaki (OyL 8 luvun 9 §:n 2 momentti) velvoittaa emoyhtiön laatimaan konsernitilinpäätöksen aina silloin, jos se jakaa varoja osakkeenomistajilleen tai on julkinen yhtiö. Osakeyhtiölain mukainen konsernitilinpäätöksen laatimisvelvollisuus on siten laajempi kuin KPL:n mukainen velvollisuus. Täten vaikka sijoituskiinteistöjen arvostaminen käypään arvoonsa on ollut mahdollista IFRS-tilinpäätöksissä vuoden 2005 alusta alkaen, on IFRS-tilinpäätöksen laatinut yritys joutunut osakeyhtiölakiin perustuen laatimaan FAS:n alaisen tilinpäätöksen, jos se on halunnut jakaa osinkoja ulos. (Oikeusministeriö, 2009, 19)

Kaikki muuttui vuoden 2015 aikana, kun uusi KPL hyväksyttiin ja KPL 5:2b§:n myötä IAS 40 -standardin soveltaminen tuli mahdolliseksi kaikille kirjanpitovelvollisille 1.1.2016 alkaen.

KPL 5:2b§ Sijoituskiinteistön merkitseminen käypään arvoon

Kirjanpitovelvollinen saa merkitä sijoituskiinteistönsä käypään arvoon. Tällaisessa merkitsemisessä ja esittämisessä tilinpäätöksessä noudatetaan IAS-asetuksella hyväksytyjä tilinpäätösstandardeja sekä 2 a §:n 2 ja 3 momentin säännöksiä käyvän arvon rahastosta.

KPL 5:2b§:ssä viitataan edeltävään pykälään 2a, jonka 2 momentissa määrätään, kuinka muutos käyvässä arvossa on merkittävä käyvän arvon rahastoon silloin, kun 2a 1 momentissa tarkoitettu kansainvälinen tilinpäätösstandardi edellyttää sen esittämistä omassa pääomassa. Käyvän arvon rahaston jakamista ja muuta käyttöä koskevista rajoituksista säädetään osakeyhtiölaissa ja osuuskuntalaissa.

Edellä viitattuna KPL 5:2a§ 1 momentissa tarkoitettuna kansainvälisenä tilinpäätösstandardina KPL 5:2a§ 1 momentti tarkoittaa IAS-asetuksella hyväksytyjä kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja.

Käytännössä porautumalla syvemmälle siihen, mitä IAS-standardit sekä osakeyhtiölaki (OYL) asiasta sanovat, ymmärretään paremmin, kuinka perustavanlaatuisella tavalla 1.1.2016 voimaan astunut KPL:n uudistus on muuttanut kiinteistösijoitusyhtiöiden sekä muiden sijoituskiinteistöjä omistavien yhtiöiden mahdollisuuksia osingonjakoon.

KPL 5:2a§:ssa määrätään, että muutos käyvässä arvossa on tietyissä tilanteissa merkittävä käyvän arvon rahaston muutokseksi ja käyvän arvon rahaston jakamisesta sekä muusta käytöstä säädetään OYL:ssa. OYL 8 luvun 1§ 1 momentin mukaan

Yhtiön oma pääoma jakautuu sidottuun omaan pääomaan ja vapaaseen omaan pääomaan. Osakepääoma sekä kirjanpitolain mukainen arvonkorotusrahasto, käyvän arvon rahasto ja uudelleenarvostusrahasto ovat sidottua pääomaa. Muut rahastot sekä tilikauden ja edellisten tilikausien voitto ovat vapaata omaa pääomaa.

OYL:n 13 1§:ssä säädetään, että voitonjako on mahdollista vain vapaasta omasta pääomasta. Varojenjaon lisäedellytyksenä yhtiön taloudellisen kantokyvyn on oltava riittävä, mikä tarkoittaa, *ettei varoja saa jakaa, jos jaosta päätettäessä tiedetään tai pitäisi tietää yhtiön olevan maksukyvytön tai jaon aiheuttavan maksukyvyttömyyden* (OYL 13 2§). Eli jos sijoituskiinteistöjen arvonmuutos on IAS-standardien mukaan merkittävä käyvä arvon rahastoon, ei mahdollista realisoitumatonta arvonnousua voida jakaa ulos osinkoina. Sen sijaan, jos arvonmuutos kirjataan tulosvaikutteisesti, parantaa realisoitumaton arvonnousu tilikauden tulosta ja lisäksi tämä arvonnousu on OYL:n perusteella mahdollista

jakaa osinkoina ulos, jos maksukykyisyysvaatimus täyttyy. Koska realisoitumaton arvonnousu ei ole vielä tuloutunut rahavirtana kassaan, saattaa osingonjako edellyttää yrityksen varallisuuden myyntiä tai velkaantumista.

Kuten edellä kappaleessa 3.1.1 käytiin läpi, yritys voi valita IAS 40:n perusteella sijoituskiinteistöjensä arvostamismalliksi, joko käyvän arvon mallin tai hankintamenomallin. Jos yhtiö päättää soveltaa käyvän arvon mallia, on käyvän arvon muutoksesta johtuva arvonnousu tai -lasku kirjattava tulosvaikutteisesti sille tilikaudelle, jonka aikana se syntyy. Puolestaan hankintamenomallia soveltavien yhtiöiden tulee arvostaa sijoituskiinteistönsä IAS 16:n säädösten mukaisesti. IAS 16 -standardissa säädetään, milloin poistoja sekä arvonalentumistappioita on kirjattava. Molemmat edellä mainitut kirjaukset lisäävät tilikauden aikaisia kuluja eli pienentävät tilikauden voittoa. Yksikään IAS 16:n säädos ei mahdollista sijoituskiinteistön arvostamista hankintamenoaan korkeampaan hintaan. (ST-Akatemia, 2015, 566-567, 1013-1014, 1017)

Näin ollen KPL:n uudistamisen myötä 1.1.2016 alkaen kaikki kirjanpitovelvolliset, jotka omistavat sijoituskiinteistöjä, ovat voineet kirjata realisoitumattomat arvonnousut sekä -laskut tulosvaikutteisesti tilinpäätökseen. Aikaisemmin vain arvonalaskuja on ollut mahdollista kirjata tilinpäätökseen varovaisuuden periaatteen nimissä.

Miksi realisoitumattomien arvomuutosten kirjaaminen on sitten haluttu mahdollistaa osakeyhtiöille koosta riippumatta? Hallituksen esityksessä 89/2015 perustellaan mahdollisuutta siirtyä soveltamaan IAS 40 -standardia sillä, että kyseinen vaihtoehto on ensinnäkin EU-direktiivien sallima ja toiseksi se tulee helpottamaan merkittävästi etenkin pörssi-yhtiökonsernien sekä muiden konsernien, joiden on laadittava IFRS-perusteinen konsernitilinpäätös, tilinpäätöstyötä, sillä se yhtenäistää tytäryhtiöiden tilinpäätöskäytännöt yhdenmukaisiksi konsernitilinpäätöksen kanssa, jolloin vältetään tytäryhtiöiden työläät toimet erillistilinpäätösten laatimiseksi konsernitilinpäätöstä laadittaessa. Uusi arvostusvaihtoehto poikkeaa selvästi alkuperäisestä hankintamenoan perustuvasta tilinpäätöskäsitteestä. (HE 89/2015) Hallituksen esityksen perustelut on nähty yleisesti hyvin ohuina, sillä IFRS:ä soveltavia pörssi-yhtiöitä on vain kourallinen, kun muita osakeyhtiöitä sen sijaan on noin 96-97% koko yrityskannasta (Elo, 2016). Vaikuttaakin siltä, että KPL 5:2b§:n uudistusta on ajateltu enimmäkseen pörssi-yhtiöiden sekä konsernien tilinpäätöstyön helpottamisen sekä kansallisen kirjanpitosääntelymme yhtenäistämisen IFRS-sääntelyä vastaavaksi kannalta. Ei niinkään siltä kannalta, millä tavoin muutos mahdollisesti

vaikuttaa etenkin asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiöiden velkaantuneisuuden ja riskisyyden kasvuun, jos ne alkavat isossa mittakaavassa hyödyntämään lain mahdollistamaa realisoitumattomien arvonnousujen jakamista osinkoina osakkeenomistajilleen.

Suomalaisessa kirjanpitosääntelyssä varovaisuuden periaatteella on ollut suuri rooli arvostamiskysymyksissä. Pitkään Suomen kirjanpitolain perustana pidetyn Martti Saarion meno-tulo -teorian mukaisesti yksi tilinpäätöksen laatimisen tärkeimmistä tehtävistä on jakokelpoisen voiton laskeminen rahavirtaperusteisesti, siten että tilikauden aikana voitoksi kirjataan vain todellisuudessa tuloa tuottaneet erät (Leppiniemi 2000, 11). Varovaisuuden periaatteella tarkoitetaan juuri tätä tilikauden tuloksesta riippumatonta varovaisuutta, mikä edellyttää, että tilinpäätöksessä otetaan huomioon ainoastaan tilikauden aikana toteutuneet voitot (KPL 3:3§). Varovaisuus tulee esille yleisesti erityisesti KPL 5 luvun jaksotusta ja arvostusta koskeissa säännöksissä, joiden mukaan arvonalentumiset on otettava lähtökohtaisesti aina huomioon, kun taas arvonnousujen kirjaaminen on pääsääntöisesti poikkeuksellista. (Leppiniemi, 2018, 90) Tähän taustaan peilaten 1.1.2016 voimaantullut KPL 5:2b§ poikkeaa huomattavasti aiemmin suomalaisessa kirjanpidossa vahvasti vallinneesta varovaisuuden periaatteesta mahdollistaen sijoituskiinteistöjen arvostamisen tilinpäätöshetken markkina-arvoonsa ja niin realisoitumattomien arvonalentumien kuin etenkin realisoitumattomien arvonnousujen kirjaamisen tulosvaikutteisesti tilinpäätökselle.

Suomalainen tilinpäätöskäytäntö ja IFRS eroavat toisistaan perustavanlaatuisesti sekä ajattelutavaltaan että laskentateknisiltä ratkaisuiltaan. IFRS-normisto korostaa sijoittajan näkökulmaa, tasekeskeisyyttä sekä markkinaperusteisuutta arvostusmenetelmissä, kun taas suomalainen normisto perustuu perinteisesti velkojien suojaan ja hankintamenoajateluun sekä korostaa tuloslaskelman antamaa informaatiota. (Haaramo, Palmuaro & Peill, 2013, luku 2, Venolan, 2014, 3 mukaan) Vuoden 2016 KPL:n uudistus vei suomalaista kirjanpitosääntelyä taas askeleen verran kansainvälisempään suuntaan.

3.3 KILA 1949/1.3.2016

Yleisesti hyvän tilinpäätöskäytännön keskeisinä lähteinä Suomessa pidetään kirjanpitolakia ja -asetusta, yhteisöainsäädäntöä sekä hyvää kirjanpitolapaa, josta KPL 1:3§:ssäkin säädetään. Lisäksi Kirjanpitolautakunta (KILA) antaa lausuntoja sekä yleisohjeita lain soveltamisesta, jotka ohjaavat hyvän kirjanpitolavan sisältöä ja tulkintaa. (Suomen Tilintarkastajat, 2019) KILA onkin antanut yhden hyvin merkittävän lausunnon 1.1.2016 voiman astuneeseen KPL 5:2b§:ään liittyen, joka esitellään tässä kappaleessa.

Ensin on hyvä tuoda esille Suomen asunto-osakeyhtiöiden ainutlaatuisuus, sillä samantyyppistä asunto-osakeyhtiölain kaltaista järjestelmää ei ole juuri missään muualla maailmassa. Asunto-osakeyhtiömallissa kiinteistön omistaa juridinen henkilö, asunto-osakeyhtiö, jonka osakkeita asuntojen omistajat ostavat yleensä asunnon neliömäärään sidotusti saadakseen hallintaoikeuden asuntoonsa. Asunnon ostaja ei siis omista kiinteistöä, vaan erillisiä asunto-osakkeita, jotka oikeuttavat hänet hallitsemaan osaa kiinteistöstä. Suomessa 65% väestöstä asuu omistusasunnoissa, joista 45% asunto-osakeyhtiöissä, pääsääntöisesti kerros- ja rivitaloissa, joten asunto-osakeyhtiömalli on juurtunut suomalaiseen yhteiskuntaan. Sen sijaan niin Euroopassa kuin muuallakin maailmassa yleisin lainsäädännöllinen ratkaisu kerrostalojen omistusmuodoksi on condominium, jossa jokainen asunto muodostaa hallinnollisesti oman kiinteistönsä, mutta muut yhteiset tilat ja talon rakenteet omistetaan yhteisesti. (Suomen Kiinteistölehti, 2013, 35-36)

IAS 40 Sijoituskiinteistöt -standardissa sijoituskiinteistöinä pidetään vain kiinteistöjä, jotka täyttävät IAS 40:5:n määritelmät. Standardin nimissä suomalaisia asunto-osakeyhtiön osakkeita ei voida pitää kiinteistöinä, oli omistajana sitten yksityishenkilö tai osakeyhtiö. Kuitenkin vastaavassa tilanteessa condominium järjestelmän maailmassa, eli suuressa osassa muuta IFRS:n alaista maailmaa, kerrostaloasunnon omistavan yksityishenkilön tai osakeyhtiön katsotaankin omistavan yksittäisen kiinteistön ja näin ollen IAS 40:a voidaan suoraan soveltaa näihin asuntoihin, toisin kuin Suomessa. (Suomen Kiinteistölehti, 2013, 35-36; ST-Akatemia, 2015, 1008)

KILA ei normaalisti anna lausuntoja IAS/IFRS-säännöksiin liittyen, mutta poikkeuksellisesti lausunnossaan 1949/2016 KILA ottaa kantaa IAS 40:n soveltamiseen suomalaisessa asunto-osakeyhtiömaailmassa (Leppiniemi, 2017). Lausunnon pyytäjänä on

kiinteistösijoitusyhtiö, joka esittää tilanteen, jossa se hankkii kiinteistön suoraan omaan taseeseensa tai ostaa kiinteistön osakekauppana, jolloin ensimmäisessä tilanteessa KPL 5:2b§:n perusteella kiinteistö voidaan arvostaa käypään arvoonsa, mutta jälkimmäisessä tilanteessa ei. Lausunnossaan 1949/2016 KILA katsoo, ettei KPL aseta käypään arvoon merkitsemisen osalta vaatimuksia sille, millä oikeudellisella järjestelyllä sijoituskiinteistön omistaminen on järjestetty vaan KILA kiinnittää huomiota enemmän liiketapahtumien tosiasialliseen sisältöön eikä niinkään niiden oikeudelliseen muotoon (ns. sisältöpainotteisuus). (KILA 1949/2016)

Tämän lisäksi KILA suosittaa merkitsemään oman erillisen rivin - *sijoituskiinteistöjen käyvän arvon muutos* - tuloslaskelmaan liiketoiminnan tuotot -rivin jälkeen, sillä se on omiaan lisäämään tietoa kirjanpitovelvollisen tuloksen muodostumisesta ja siten parantaa tilinpäätöksen antamaa informaatiota. Samoin KILA suosittelee, että sovellettaessa KPL 5:2b§:n mukaista menettelyä kirjataan sijoituskiinteistöt taseen vastaavien ryhmään III Sijoitukset viimeisenä kohtana: *5a Sijoituskiinteistöt*. KILA myös ohjeistaa hyvän kirjanpitolavan edellyttämällä tavalla merkitsemään käyvän arvon menettelystä johtuvan *laskennallisen verovelan* omana eränään tuloslaskelmaan ja taseeseen. Lausuntonsa lopuksi KILA laajentaa lausunnon koskemaan myös kaikkia muita toimialoja, jotka soveltavat KPL 5:2b§:n mukaista käyvän arvon arvostusmenettelyä sijoituskiinteistöihinsä, lukuun ottamatta rahoitus- ja vakuutustoimialan yhtiöitä. KILA:n lausuntoa on pidetty merkittävänä, ottaen huomioon asunto-osakeyhtiöiden yleisyyden Suomessa ja etenkin kerrostaloasuntojen suuren suosion kiinteistösijoitusyhtiöiden sijoituskohteina, sillä lausunnon turvin suomalainen asunto-osakeyhtiömalli asetetaan samalla viivalle IFRS:ssä tarkoitettujen kiinteistöjen kanssa. (KILA 1949/2016)

3.4 Suomen verolain kanta

Tutkielman kiinteistösijoitusyhtiöiden mahdollisen riskisyyden ja jopa konkurssiuhkan lisääntymisen tarkastelun yhteiskunnallisen vaikuttavuuden osalta on hyvä nostaa esille myös verotuksen näkökulma asiaan. Suomessa kirjanpito ja verotus ovat perinteisesti kytkeytyneet tiiviisti toisiinsa, minkä tarkoitus on ollut estää osingonjako verottamattomista

varoista (Penttilä, 2009, 130). Elinkeinoverolain (EVL) mukaisesti pääsääntönä voidaan pitää meno-tuloteorian mukaisesti tulon syntymistä suoritteen luovutuksen yhteydessä eli vain tilikauden aikana realisoituneet tulot ovat tilikaudelle kuuluvaa veronalaista tuloa. Näin ollen sijoituskiinteistöjen käypään arvoon merkitsemisen seurauksena syntyneet tuloslaskelmalle kirjattavat arvonne muutokset eivät tule huomioiduksi verotuksessa tilikauden veronalaisena tulona tai vähennyskelpoisena kuluna. (Andersson & Penttilä, 2014, 104-109)

Yksi ensimmäisiä Suomessa tehtyjä virallisia kannanottoja sijoituskiinteistöjen käypään arvoon arvostamisen huomioon ottamisessa verotuksen suunnittelussa on Valtiovarainministeriön Verotus, tilinpäätös ja yhtiökokous -työryhmän vuonna 2006 pitämän kokouksensa muistiopöytäkirja. Lopputulokseksi työryhmä esittää, ettei sijoituskiinteistöjen realisoitumattomia arvonnousuja tule katsoa veronalaiseksi tuloksi eikä realisoitumattomia arvonnousuja vähennyskelpoiseksi menoksi tilikauden aikana. (Valtiovarainministeriö, 4/2006)

Hallituksen esityksessä 176/2008 käsitellään elinkeinoverolain muuttamisen yhteydessä realisoitumattomia arvonnousuja. Esityksessä tunnustetaan tilanne, missä sijoituskiinteistöille kirjataan realisoitumatonta arvonnousua kirjanpidon tulokseen, mutta verotuksessa sama realisoitumaton arvonnousu ei ole veronalaista. Koska tilikauden voittoa käsitellään taseella voitonjakokelpoisena eränä, voidaan realisoitumaton arvonnousu maksaa osinkoina pihalle ilman että siitä on maksettu veroja, sillä vero tulee maksettavaksi vasta myytäessä sijoituskiinteistö. Tätä ennen laskennallinen verovelka merkitään taseelle (KILA 1949/2016). Esityksessä muodostetaan kolme vaihtoehtoa, miten EVL:ssä voitaisiin estää varojen jako verottamattomista varoista. Vaihtoehdossa yksi realisoitumattomat arvonnousut säädettäisiin veronalaiseksi tuloksi, mutta ongelmaksi nähdään nousevan tilanteet, joissa kiinteistösijoitusyhtiöt joutuisivat maksamaan tilikaudella realisoitumattomista arvonnousuista veroa, vaikkeivat ne ole saaneet veron perusteena olevaa rahavirtaa kassaansa, jolloin ne voisivat joutua pakkomyymään omaisuuttaan kyetäkseen maksamaan veronsa. Toisena vaihtoehtona esitetään verotuksen sitomista realisoitumattomien arvonnousujen osingonjakoon, mutta sen esteenä nähdään EU:n lainsäädäntö. Kolmantena, ja lopulta työryhmän valitsemana, vaihtoehtona verotus pysyisi ennallaan, eli realisoitumattomia arvonne muutoksia ei huomioitaisi verotuksessa, mutta näiden varojen jakaminen

estettäisiin osakeyhtiölain muutoksella, joka valmisteltaisiin yhteistyössä oikeusministeriön ja valtiovarainministeriön kanssa. (HE 176/2008)

Oikeusministeriössä työryhmän ehdotus kohtasi kuitenkin vastustusta, sillä yhtiöoikeudella nähdään olevan vastuullaan kaikkien velkojen suojasta huolehtiminen, ei pelkästään verottajan saatavista huolehtiminen. Lisäksi oikeusministeriössä katsottiin, että yhtiöoikeuden piiriin ei kuulu verojärjestelmän tarpeiden yksityiskohtainen ratkaiseminen, vaan realisoitumattomien arvonnousujen osinkoina jakamisen estäminen tulisi hoitaa nimenomaisesti verolainsäädännön kautta. Näin ollen realisoitumattomien arvonnousujen jakamisen estämiseen ei löydetty mitään lainsäädännöllisesti toimivaa ratkaisua, joten tämä verotuksellinen porsaanreikä jäi voimaan. (Pärssinen, 2012, 46-48)

Uudempi, KPL:n 1.1.2016 voimaan astuneen uudistuksen jälkeinen viranomaiskannanotto sijoituskiinteistöjen realisoitumattomien arvonneutosten verokäytäntöön, on vuodelta 2016, kun Keskusverolautakunta (KVL) käsitteli ensimmäisen kerran päätöksessään sijoituskiinteistöjen realisoitumattomien arvonneutosten käsittelyä elinkeinoverotuksessa. Ennakkoratkaisupäätöksessään KVL katsoi, ettei hakijana olleen julkisen osakeyhtiön verotuksessa oteta huomioon arvonneutoksista johtuvaa tuloa tai menoä. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että verovelvollisen tulee aina eliminoida sijoituskiinteistöjen realisoitumattomat arvonneutokset veroilmoituksen yhteydessä. KVL:n ennakkopäätös on sikäli merkittävä, että se on ensimmäinen lajissaan näyttäen samalla esimerkkiä koko kiinteistösijoitustoimialalle siitä, miten verottaja ei tule puuttumaan pääasiallisten kiinteistösijoitusyhtiöiden sijoituskiinteistöistä kirjaamiensa realisoitumattomien arvonnousujen verottamattomien varojen jakamiseen osinkoina ulos yhtiöistä. (KVL 2016/53)

Kuten jo johdantokappaleessa pohjustettiin mahdollisia uhkakuvia, myös Valtiovarainministeriön asettama yritysverotuksen työryhmä on vuonna 2005 esittänyt omat huolensa siitä, mitä realisoitumattomien arvonnousujen maksaminen osinkoina osakkeenomistajille voi pahimmassa tapauksessa aiheuttaa yhtiölle. Vaikka suomalaiset yhtiöt ovat perinteisesti jakaneet maltillisia osinkoja, on osingonjakoon käytettävien varojen määrä lisääntynyt muun muassa osakkeenomistajien kiristyneiden pääoman tuottovaatimusten seurauksena, sillä yrityksen taseella ei haluta pitää ylimääräistä pääomaa. Koska osingonjako voidaan rahoittaa myös velkarahalla, on yhtiöllä mahdollisuus jakaa realisoitumaton arvonnousu osinkoina, vaikkei vastaavaa rahavirtaa ole yhtiöön kertynyt, jos yhtiö vain muuten täyttää OYL:n 13 2§:n määrittelemät maksukykyisyyden kriteerit. Työryhmän

muistiossa todetaan, että *kun yhä suurempi osuus voitosta käytetään varojenjakoon, saattaa olla vaarana, että yhtiön maksukyky ei jossain vaiheessa enää riitä yhtiön velvoitteiden hoitamiseen ja jaettu voitto jää lopullisesti yhtiötasolla verottamatta*. Muistion riivienvälistä on luettavissa, että tällainen tilanne voisi esimerkiksi kiinteistösijoitusyhtiöiden tapauksessa olla yhtäkkinen asuntojen hintojen raju lasku, jolloin realisoitumattomat arvonnousut olisi merkittävä menoina kirjanpitoon. Pahimmassa tapauksessa, jos näitä realisoitumattomia arvonnousuja vastaavat aikaisemmat realisoitumattomat arvonnousut on maksettu jo ulos osinkoina ja lisäksi osingonmaksu rahoitettu velkarahalla, niin yhtiön maksukyky heikkenisi rajusti, ja riski oman pääoman negatiivisuudelle sekä konkurssille kasvaisi merkittävästi kyseisessä tilanteessa. (Valtiovarainministeriö, 4/2006, 37-38.

4 KÄYVÄN ARVON LASKENNAN TEORIAA

IFRS-sääntely pohjautuu pitkälti Anglo-Saxisissa maissa vahvasti vallalla olevaan osakkeenomistajien näkökulmaa korostavaan tilinpäätösinformaation esittämistapaan, kun taas Euroopassa (muun muassa Saksassa ja Ranskassa) on perinteisesti korostettu velkojien ja muiden sidosryhmien asemaa sekä kirjanpidon ja verotuksen yhtenäisyyttä (Hung & Subramanyam, 2007, 623-624). IFRS-sääntelyn onkin nähty parantavan tilinpäätöksen läpinäkyvyyttä sekä paikkansapitävyyttä, etenkin tasearvojen relevanttiuden sekä tulojen oikeellisuuden osalta (Jermakowicz, Chen, & Donker, 2018, 466-467). Myös käyvän arvon käytön lisääminen on looginen jatkumo tähän kehityskulkuun, koska sillä pyritään parantamaan tilinpäätöksen antamaa kuvaa nimenomaan yrityksen tilinpäätöshetken taloudellisesta tilasta.

Koko IFRS-normiston käyttöönoton vaikutuksista tilinpäätöksiin on tehty laajoja tutkimuksia eri puolilla maailmaa. Esimerkiksi Saksassa IFRS-sääntelyn piiriin siirtyneiden yhtiöiden tasearvot, kuin myös tasearvojen ja tuloksen volatiliteetti kasvoivat merkittävästi (Hung & Subramanyam, 2007). Kanadassa puolestaan IFRS-sääntelyyn siirtymisen ei nähty merkittävästi muuttavan keskeisiä tilinpäätöserien summia, mutta tunnuslukuja sitäkin enemmän, kuten myös parantavan tilinpäätöksen informatiivisuutta vähentämällä tilinpäätöksessä käytössä olevien laskentamallien sekä todellisten markkina-arvojen erotusta. (Blanchette, Racicot & Sedzro, 2013; Jermakowicz ym., 2018)

Käyvän arvon käytön lisääntyminen 1980-alkaen aina nykyhetkeen asti on muuttanut tuloslaskelman ja tasearvojen roolia tilinpäätöksissä. Alun perin käypään arvoon arvostamista oli tarkoitus käyttää vain muutamiin rahoitusinstrumentteihin, mutta sittemmin sen käyttö on laajentunut koskemaan monia muitakin tilinpäätöseriä, mukaan lukien sijoituskiinteistöjä. (Hitz, 2007, 324)

Kehityksen tähänastisena huipentumana voidaan pitää vuotta 2013, kun käypään arvoon arvostaminen sai oman IFRS-standardinsa – IFRS 13 *Käyvän arvon määrittäminen*, jonka myötä käyvän arvon käyttö yhtenäistyi ja selkeytyi eri standardien välillä. Koska käypään arvoon arvostaminen on saanut yhä suurempaa jalansijaa kansainvälisessä tilinpäätöskäytännössä, on suuri joukko tutkijoita päätnyt tutkimaan, miten käyvän arvon käyttö on

vaikuttanut tilinpäätöksiin. Kansainvälisesti käytetty termi tässä yhteydessä on FVA (Fair Value -accounting), joka kuvaa yleisesti käyvän arvon käyttöä tilinpäätöksessä.

Koska käypään arvoon arvostaminen on käsitteenä tämän tutkielman ydintä, käydään seuraavassa kappaleessa läpi FVA:a sekä sitä, miten se näkyy tilinpäätöksen erissä ja mitä mieltä tutkijat ovat FVA:n lisääntyneestä käytöstä. Tämän jälkeen teemme katsauksen maailmalla tehtyihin realisoitumattomien arvonnousujen ja osingonjakopolitiikan välisiin tutkimuksiin, mikä on myös tämän tutkielman aiheena tutkittaessa asunto- ja kiinteistösi-joitusyhtiöiden riskitasoja.

4.1 Fair Value -accounting

Kirjallisuudessa FVA jakaa tutkijat niin puolesta puhujiin kuin kriitikoihin. Kannattajiensa mukaan se lisää läpinäkyvyyttä, sillä markkinainformaatio välittyy suoraan tilinpäätökseen, ja näin ollen epäsymmetrisen informaation määrä yritysten ja sijoittajien välillä vähenee (Ghosh, Liang & Petrova, 2019). Esimerkiksi Ball (2006) väittää, että FVA:n käytön myötä tilinpäätös sisältää enemmän ja ajantasaisempaa tietoa kuin perinteinen historiallisen hinnan käyttö. Myös Barlev ja Haddad (2003) argumentoivat FVA:n olevan arvorelevantimpi verrattuna historiallisen hinnan menetelmään, jonka he uskovat hämärtävän omaisuuserien todellisia arvoja. Lisäksi he näkevät FVA:n käytön olevan perusteltua sijoittajanäkökulmasta, koska FVA arvioi paremmin omaisuuserien tilinpäätöshetken arvon, mitä he pitävät tärkeänä tietona sijoittajille.

Samoilla linjoilla ovat myös Barth ym. (1995), joiden mukaan täydellisillä markkinoilla FVA:a käytettäessä tase heijastaa kaiken arvorelevantin informaation, mutta tuloslaskelma sekä etenkin tuloksen realisoituminen eivät esitä arvorelevanttia informaatiota. De Fond, Hung, Li ja Li (2014) havaitsivat, että FVA:n käyttö mahdollistaa paremmin yritysten piilossa olevan potentiaalin näyttämisen tilinpäätöksissään, mikä heidän mukaansa parantaa läpinäkyvyyttä sekä vähentää konkurssiriskiä.

Kiinteistösi-joitusyhtiöiden osalta käyvän arvon käyttöä ovat tutkineet muun muassa Danbolt ja Rees (2008), jotka vertasivat Iso-Britannian kiinteistösi-joitusalaa

sijoitusrahastoihin. Heidän mukaansa FVA tarjoaa arvorelevantimpaa informaatiota kuin historiallisen kustannuksen menetelmä, mutta vain tasearvojen osalta, sillä tuloslaskelman luvut harhautuvat realisoitumattomien arvonmuutosten vuoksi. Tutkimuksen mukaan arvorelevanttius on tosin matalampi kiinteistösijoitusyhtiöillä kuin sijoitusrahastoilla, koska kiinteistöjen arvot eivät ole täysin yksiselitteisiä vaan vaikeammin arvioitavissa kuin rahoitusinstrumenttien hinnat. Tutkimuksessa nostetaan myös esille huoli siitä, että FVA mahdollistaa yrityksen johdon tilinpäätöksen manipulaation tilanteissa, joissa kiinteistöjen arvot eivät ole yksiselitteisiä. (Danbolt & Rees, 2008)

Dietrich, Harris ja Muller (2000) toteavat myös Iso-Britanniassa tekemässään kiinteistösijoitusyhtiöitä koskevassa tutkimuksessaan, että FVA:n käyttö mahdollistaa johdon manipulaation tilinpäätöksen antamaan informaatioon esimerkiksi valitsemalla heidän kannaltaan suotuisin malli käypien arvojen laskemiseksi, mikä heikentää FVA:n luotettavuutta tilinpäätöksessä. Toisaalta he näkevät historiallisen kustannuksen käytössä jopa enemmän muita ongelmia. Lisäksi he havaitsivat, että kun käypien arvojen laskennan on suorittanut ulkopuolinen arvioitsija yrityksen sisäisen arvioinnin sijaan, lisää se huomattavasti FVA:n luotettavuutta tilinpäätöksessä, kuten myös suuren tunnetun tilintarkastajan käyttäminen (ns. Big 4). (Dietrich ym., 2000)

Ghoshin ym. (2019) mukaan IFRS:n velvoittama siirtyminen käyttämään FVA:a eri omaisuuserien arvostamisessa on vaikuttanut eniten juuri kiinteistösijoitussektorille sen uniikin rakenteensa vuoksi. He toteavat IAS 40 -standardin vähentäneen sekä informaation epäsymmetrisyyttä että tilinpäätöksessä ilmoitettujen tasearvojen epäluotettavuutta, minkä lisäksi yhtiön osakkeiden likviditeetin havaittiin lisääntyneen. (Ghosh ym., 2019)

Kehittyneiden länsimaiden ulkopuolisissa tutkimuksissa on saatu samansuuntaisia tuloksia. Elsiefy ja ElGammalin (2017) tekemässä Qatarilaisessa case-tutkimuksessa FVA:n käyttö näkyi tilinpäätöksessä eniten juuri tuloslaskelman voittorivillä. Osakkeen hintaan FVA:n käytöllä ei ollut vaikutusta (Elisefy & ElGammal, 2017). Samaan päätyivät myös Al-Khadash & Khasawneh (2014).

Barth ym. (1995) havaitsivat, että FVA lisää tuloslaskelman volatilitteettia, kun omaisuuserien markkina-arvojen muutokset heijastuvat suoraan tilinpäätökselle. FVA:n myötä lisääntyvä volatilitteetin kasvu voidaan nähdä tilanteesta riippuen joko hyvänä tai huonona. Silloin kun kasvu johtuu siitä, että isot heilahdukset indikoivat suoraan markkinoiden

muutosta, se on Ballin (2006) mukaan hyvästä, mutta jos volatilitietin lisääntyminen johdetaan käytettävien estimaattien harhaisuudesta tai johdon manipulaatiosta, on se sijoittajien näkökulmasta haitallista. Barth ym. (1995) toteavatkin, että FVA saattaa lisätä joissain tilanteissa epävarmuutta omaisuuserien arvostamiseen sekä mahdollistaa arviointivirheiden olemassaolon.

Hodder, Hopkins & Wahlen (2006) havaitsivat myös volatilitietin kasvaneen merkittävästi tutkiessaan 202:ta USA:n pankkia vuosilta 1996 – 2004. FVA:n täysimittainen soveltaminen tilinpäätöksessä siis kasvatti huomattavasti tuloksen vaihtelevuutta. Tärkeimpänä havaintonaan he huomasivat lisäksi, että markkinariskin osuus pankkien tuloksen volatilitietin selittäjänä kasvoi merkittävästi FVA:n seurauksena. (Hodder, Hopkins & Wahlen, 2006)

Yksi suurimmista kritiikeistä FVA:a vastaan on ollut Wallisonin (2008) esittämä argumentti siitä, että käyvän arvon laskennan yleistymisen on ollut kaikista suurin syy ennakkoimattomien tasearvojen heilahtelun yleistymiselle rahoituslaitosten keskuudessa. Ongelmana hän näkee sen, että FVA lisää markkinoiden ja tilinpäätösten volatilitietettä sekä pahentaa omaisuuserien syklisyyttä markkinoilla niin ylä- kuin alamäissäkin. Hänen mukaansa FVA saattoi olla jopa merkittävässä osassa muodostamassa ja pahentamassa vuonna 2007 USA:n markkinoilla nähtyä asuntokuplaa, josta vuoden 2008 finanssikriisi lopulta sai alkunsa. Finanssikriisin aikaa osakkeiden hinnat laskivat ja suurten rahoituslaitosten oli kirjattava merkittäviä arvonalentumistappioita tulokseensa, mitä ne olivat pakotettuja paikkaamaan myymällä nopeasti lisää osakkeita markkinoille, mikä entisestään pahensi osakkeiden hintojen laskua ja aiheutti rahoituslaitosten osakkeenomistajille suuria tappioita. Wallison (2008) ehdottaa, että myyntitarkoituksessa olevia omaisuuseriä tulisi jatkossakin arvostaa käyvän arvon mukaisesti, mutta omaisuuserät, joita yritys omistaa pidemmällä tähtäimellä, tulisi arvostaa vakaammalla tavalla, esimerkiksi kassavirtalaskelmaan pohjautuen, koska näitä eriä yrityksen ei ensisijaisesti ole tarkoitukseen myydä pois tilinpäätöspäivänä, eikä käypään arvoon merkitseminen ole näin ollen relevantti kirjaamistapa.

Samoilla linjoilla ovat myös Bloomfield, Nelson ja Smith (2006) sekä O'Grady (2008), jotka väittävät FVA:n voimistavan markkinoiden syklisyyttä, minkä vuoksi FVA:a pitäisi muokata rajusti tai jopa kieltää, jotta tilinpäätökset säilyisivät vakaampina, eikä omaisuuserien markkina-arvojen muutokset heiluttelisi tulosta ennakkoimattomasti.

Benston (2006) tutki FVA:n käyttöä Enronin konkurssia edeltäneellä ajalla ja hän havaitsi, että yhtiö yliarvioi FVA:n turvin tulostaan. Benston (2006) uskoo, että FVA:n käyttö on näytellyt suurta roolia yhtiön konkurssissa ja pitää Enronia varoittavana esimerkkinä siitä, miksi omaisuususerien, jotka on arvostettu käyvän arvon hierarkian 3 mukaisesti kuten sijoituskiinteistöt, suhteen on syytä olla kriittinen, koska johdolla voi olla mahdollisuus manipuloida käytettäviä arvostusmenetelmiä. Myös Hawkins, Dessain ja Barron (2008) sekä Haswell ja Evans (2018) nostavat esille FVA:n tuottamien lukujen luotettavuuden ja johdon mahdollisuuden manipulaatioon silloin, kun kyseisille omaisuususerille, kuten kiinteistöille, ei ole olemassa aktiivisia markkinoita. Haswell ja Evans (2018) lisäksi väittävät Enronin tapausta tarkemmin tutkittuaan, että viranomaisilla, lainsäätäjillä ja muilla asian suhteen ammattilaisina pidettävillä henkilöillä ei tosiasiaassa ole ollut ymmärrystä, kuinka herkkä käyvän arvon malli on ollut johdon manipulaatiolle.

Georgiou (2018) puolestaan tarjoaa mielenkiintoisen kriittisen näkökulman koko FVA sääntelyn epäonnistumisesta. Hän haastatteli tutkimuksessaan useita pääomasijoittajia sekä analyytikoita, jotka toimivat FVA:n tarjoaman informaation loppukäyttäjinä. Lopputuloksenaan hän havaitsi, kuinka tyytymättömiä loppukäyttäjät todellisuudessa olivatkaan FVA:han, sillä tämä hankaloittaa saamasta kuvaa yrityksen todellisen liiketoiminnan kannattavuudesta, kun tulokseen sisältyy erinäisiä tase-erien arvomuutoskirjauksia. Lainsäätäjät perustelivat aikoinaan uudistuksen tarvetta juuri sillä, miten FVA parantaa raportoinnin läpinäkyvyyttä ja vähentää epäsymmetrisen informaation määrää, jolloin sidosryhmät ja muut loppukäyttäjät saavat täsmällisempää ja ajankohtaisempaa tietoa yrityksen taloudellisesta tilanteesta, mutta Georgioun (2018) tutkimuksen mukaan ainakin osan loppukäyttäjien mielestä uudistus on päinvastoin vaikeuttanut yritysten tilinpäätösten antaman informaation tulkitsemista. (Georgiou, 2018)

Sundgren (2013) tutki miten eurooppalaiset kiinteistösijoitusyhtiöt käyttävät FVA:a ja mitä tietoja ne julkaisevat käytetyistä arvostusmenetelmistä sijoittajien tietoon. Käytännöt vaihtelivat suuresti yhtiöiden kesken. Esimerkiksi suomalainen kiinteistösijoitusyhtiö Citycon julkaisi laajasti tietoa muun muassa FVA:ssa käyttämistään laskentakaavoista, tuottoprosentteista ja muista oletuksista, minkä Sundgren väittää parantavan informaation läpinäkyvyyttä sekä sijoittajien kykyä arvioida laskelmien luotettavuutta ja näin ollen vähentävän johdon manipulaation mahdollisuutta. Kaiken kaikkiaan Sundgren näkee FVA:n käytössä sekä plussia että miinuksia ja tuo esille sen, että FVA:n

vaihtoehtoisissakin menetelmissä on suuria puutteita. Hän ei väitä FVA:ta täydelliseksi menetelmäksi, mutta kuitenkin riittävän hyväksi, kunhan arvostuksessa käytetyistä menetelmistä ja oletuksista annetaan sijoittajille tarpeeksi tietoa. (Sundgren, 2013)

Kuten edeltä nähdään, tutkijakunnassa ei olla yksimielisiä FVA:n mukanaan tuomista hyödyistä/haitoista. FVA:ssa nähdään paljon hyvää. Sen väitetään parantavan tilinpäätöksen läpinäkyvyyttä sekä vähentävän epäsymmetrisen informaation olemassaoloa, mutta toisaalta sen väitetään myös voimistavan markkinatrendien suuntaa sekä mahdollistavan aiempaa helpommin johdon manipulaation omaisuuseriä arvostettaessa.

Menicucci ja Paolucci (2016) tutkivat vuonna 2016 laajasti aikaisempaa kirjallisuutta sekä FVA:sta tehtyjä tutkimuksia ja havaitsivat saman, eli tutkijakunnan kahtiajakautumisen. He toteavat, että aihepiirin kirjallisuuden ja tutkimusten perusteella näyttää siltä, että on olemassa vain rajallisesti todisteita siitä, että FVA:n laajamittainen käyttö olisi pahentanut vuoden 2008 finanssikriisiä, tai että se olisi ollut suuressa roolissa aiheuttamassa kriisiä. Finanssikriisiä ei voida johtaa vain yhteen tekijään, vaan koko talousjärjestelmässä on ollut puutteita kyseisenä ajanhetkenä. Loppupäätelmäkseen he kiteyttävät osuvasti, että *FVA:n käytön tarkoitus finanssikriisin hetkellä on vain näyttää ja raportoida tilinpäätöksessä markkina-arvojen muutoksia, joten jos markkinahinnat laskevat talouden laskusuhdanteen vuoksi, FVA vain näyttää todellisuuden. Huolimatta joistain FVA:n mukanaan tuomista varjopuolista, se on silti edelleenkin paras käytettävissä oleva laskentamalli, jonka perusteella kirjata tietyt omaisuuserät taseelle. Kuitenkin FVA:a ja sen nykyisenlaista toteuttamistapaa on varmasti mahdollista kehittää yhä paremmin toimivaksi.* (Menicucci & Paolucci, 2016)

4.2 Realisoitumattoman arvonnousun vaikutus osingonmaksupolitiikkaan

Otsikon aihepiiriä ei ole tutkittu läheskään yhtä paljon, kuin käypää arvoa yleisesti. Muutamia tutkimuksia kuitenkin on tehty ja seuraavassa käydään niitä lävitse tämän tutkielman aiheeseen peilaten.

Aikaisempi kirjallisuus osingonmaksuun liittyen todistaa, että yritykset pyrkivät vakaa- seen ja ennustettavaan osingonmaksupolitiikkaan (Shevlin, 1982; DeAngelo, DeAngelo & Skinner, 1992; Daniel, Denis & Naveen, 2008). Brav, Graham, Harvey ja Michaely (2005) havaitsivat tutkimuksessaan, että yrityksen johto on valmis tekemään jopa radi- kaaleja toimia estääkseen osinkojen leikkaamisen. Perustuen näihin tuloksiin Chen, Ga- vious ja Cahan (2016) olettavat, että kun yrityksen tulos paranee realisoitumattomien ar- vonnousujen johdosta, on niillä taipumusta maksaa osinkoja myös realisoitumattomasta tuloksen osuudesta, jotta yrityksen osingonjakosuhde ei laskisi.

Chen ym. (2016) tutkivat yhteensä 508:a israelilaista julkista osakeyhtiötä (pl. rahoitus- yhtiöt) vuosilta 2001-2012, jotka alkoivat soveltamaan IFRS sääntelyä vuoden 2007 alussa. Näistä 168 yhtiötä (33%) alkoi kirjaamaan realisoitumattomia arvonnousuja tu- lokseensa vuoden 2007 jälkeen. Tutkimuksessa havaittiin, että realisoitumattomia arvonnousuja kirjanneiden yhtiöiden maksamien osinkojen osuus *realisoituneesta* voitosta nousi 32 prosentista (ennen IFRS:n soveltamista) 115 prosenttiin (IFRS:n soveltamisen jälkeen). Koska prosenttiosuudella kuvataan osingonjaon määrää suhteessa realisoituneeseen eli rahana yhtiön kassaan tulleeeseen voittoon, yli 100 prosenttia oleva luku tarkoittaa sitä, että osa osingonmaksusta perustuu realisoitumattomiin voittoihin. Vertailun vuoksi niillä yhtiöillä, jotka eivät alkaneet kirjaamaan realisoitumattomia arvonnousuja tulok- seensa, osingonjaon määrä säilyi vakaana noin 32 prosentissa koko tarkastelujakson ajan. Ero näiden kahden yritysryhmän välillä on yli 82 prosenttiyksikköä ja tutkimuksen tulos, että realisoitumattomien arvonnousujen kirjaaminen kasvattaa osingonmaksua on erittäin merkitsevä. Tutkimuksessa myös havaittiin realisoitumattomia arvonnousuja kirjannei- den yhtiöiden kannattavuuden olleen parempi, mikä puolestaan johtui juuri arvonnousu- jen kirjaamisesta tulokseen. (Chen ym., 2016)

Sen lisäksi, että realisoitumattomia arvonnousuja kirjaavilla yhtiöillä on taipumusta mak- saa näitä realisoitumattomia voittoja osinkoina ulos, Chen ym. (2016) havaitsivat, että nämä yhtiöt ovat keskimäärin myös velkaisempia sekä käyttävät muita enemmän aggres- siivista verosuunnittelua hyödykseen. Tutkijat väittävät näiden yhtiöiden rahoittavan osingonmaksunsa velkarahalla, koska pelkästään kassavirta ei riitä osingonmaksuun. Heidän mukaansa velkarahan käyttäminen osingonmaksuun lisää yhtiön konkurssiriskiä. Yhtenä syynä realisoitumattomien voittojen maksamiseen osinkoina he arvelevat olevan yhtiön halun antaa sijoittajille signaalin siitä, että realisoitumattomat voitot eivät ole

pelkästään paperilla, vaan yhtiö todellakin uskoo niiden tuloutuvan tulevaisuudessa, koska se uskaltaa maksaa niitä osinkoina. Jos yhtiö ei maksaisi niistä osinkoa, saattaisivat sijoittajat epäillä realisoitumattomien voittojen luotettavuutta. Oletuksessaan Chen ym. (2016) vetoavat aiempiin tutkimuksiin (Miller & Rock, 1985; Guttman, Kadan & Kandel, 2010; Lambrecht & Myers, 2012), joiden mukaan yritykset käyttävät osingonmaksua signaloidakseen sijoittajille ja sidosryhmilleen omaa luottamusta tulevaisuuteen. (Chen ym., 2016)

Edellisen tutkimuksen jatkoksi Chen, Gavigus ja Steinberg (2019) tutkivat samalla aineistolla, miten realisoitumattomien voittojen jakaminen osinkoina vaikuttaa yrityksen konkurssirisktiin. Tutkimukseen valittiin vain ne yhtiöt, jotka olivat laskeneet liikkeelle joukkovelkakirjalainoja, jotta voitiin verrata todennäköisyyttä joutua velan uudelleenjärjestelyyn. Näitä yhtiöitä oli yhteensä 292, joista 75 (25%) oli maksanut realisoitumattomista voitoista osinkoja. Kiinteistösijoitusyhtiöitä otoksessa oli peräti 134 kappaletta. Oletuksena käytettiin, että realisoituneet voittovarot käytetään aina ennen kuin realisoitumattomista voittovaroista maksetaan osinkoja. Kaiken kaikkiaan 94 yritystä joutui uudelleenjärjestelemään velkaansa tarkastelujakson aikana. Tutkimuksessa havaittiin, että 39% yrityksistä, jotka maksoivat osinkoa realisoitumattomista voitoista, rikkoi lainaehtojaan ja joutui velkojen uudelleenjärjestelyyn normaalisti 2-3 vuoden sisällä siitä, kun olivat tällaisia osinkoja maksaneet. Vertailun vuoksi vain 24% muista yhtiöistä joutui uudelleenjärjestelemään velkaansa ja yksikään näistä yhtiöistä ei ollut maksanut realisoitumattomiin arvonnousuihin perustuvaa osinkoa tarkastelujakson aikana. Toisin sanoen yksikään niistä yhtiöistä, jotka maksoivat tarkastelujakson aikana osinkoja, mutta osinkojen määrä ei kertaakaan ylittänyt realisoituneiden voittojen määrää, ei joutunut velkojen uudelleenjärjestelyyn. Edelliseen havaintoon pohjautuen tutkijat laskivat, että realisoitumattomia voittoja osinkoina jakanut yhtiö päätty neljä kertaa todennäköisemmin velkajärjestelyyn kuin yhtiö, joka ei ole maksanut osinkoja realisoitumattomista voitoista. (Chen ym., 2019)

Varallisuusteorian mukaan yrityksen osingonmaksu voidaan nähdä velkojan varallisuuden siirtämisenä omistajille, mikä lisää velkojan riskiä saada lainattu rahasumma takaisinmaksetuksi, minkä puolestaan pitäisi näkyä velkarahan hinnassa korkeampana korkona (mm. Black & Cox 1976; Kalay 1982). Chenin ym. (2019) toinen havainto kohdistuu siihen, kuinka markkinat eivät kuitenkaan hinnoittele edellä havaittua kasvanutta

konkurssiriskiä velan hinnassa. He uskovat sen johtuvan siitä, että velkojien käyttämät velan hinnan laskentakaavat huomioivat vain osinkojen maksun määrän, mutta ne eivät kykene huomioimaan sitä, mistä osingonmaksuun käytettävä rahasumma koostuu. Velkojien on lisäksi ulkopuolisena vaikea arvioida, millä todennäköisyydellä yhtiön ilmoittamat realisoitumattomat voitot eivät tuloutuisi tulevaisuudessa. Näin ollen tutkimuksen lopputulemana voidaan todeta realisoitumattomien arvonnousujen maksamisen osinkoina lisäävän yrityksen konkurssiriskiä merkittävästi, mutta samalla kohonnut riski ei kuitenkaan tule hinnoitelluksi velkarahan hintaan, minkä voidaan nähdä vääristävän markkinoita. Tutkimuksen tulokset ovat yleistettävissä kaikkiin niihin maihin, joissa on käytössä IFRS-sääntely eivätkä kansalliset lait erikseen estä realisoitumattoman voiton maksamista osinkoina. (Chen ym., 2019) Suomessa tämä mahdollistui vuodesta 2016 alkaen.

Riedl ja Serafeim (2011) sen sijaan havaitsivat tutkimuksessaan, että arvostaessaan käypään arvoon hierarkian tason 3 omaisuuseriä, kuten kiinteistöjä, lisäävät käytetyt arviointimenetelmät informaation luotettavuuden riskiä, mikä puolestaan nostaa velkarahan hintaa. Tähän peilaten Chenin ym. (2019) tulokset siitä, että realisoitumattomia voittoja jakavien ja niitä jakamattomien yritysten velkarahan hinta on samanhintaista, kertovat siitä, että markkinoilla ei välttämättä kyetä vielä tunnistamaan realisoitumattomien arvonnousujen osinkoina jakamisesta syntyvää riskiä.

Sikalidis ja Leventis (2017) havaitsivat kreikkalaisella aineistolla tehdyssä tutkimuksessaan, että yhtiöillä, jotka uudelleenarvostavat sijoituskiinteistöjä ja kirjaavat tulokseensa realisoitumatonta voittoa, on taipumus kasvattaa myös osingonmaksua. Sen sijaan yhtiöt, jotka uudelleenarvostavat rahoitusarvopapereita eivät jaa merkittävästi enempää osinkoja, eli ne eivät kasvata osingonmaksua realisoitumattomien voittojen turvin. He uskovat tämän johtuvan siitä, että kiinteistöjen hinnanmuutokset ovat ennustettavampia niistä tulevaisuudessa saatavan vakaan kassavirran vuoksi (ks. myös Christensen & Nikolaev, 2013). Lisäksi niiden hinnat heiluvat vähemmän, kuin esimerkiksi osakkeiden hinnat, jolloin tulokseen kirjattuja kiinteistöjen arvonnousuja voi pitää tulevaisuudessa todennäköisemmin maksuun tulevina, kuin rahoitusarvopapereiden arvonnousuja. Toisin sanoen kiinteistöjen arvonnousut ovat heidän mukaansa luonteeltaan pysyvämpiä. Tämä olisi linjassa Lintnerin (1956) osingonjakoteorian kanssa, että osinkoja tulee maksaa vain pysyvästä tulosta. (Sikalidis & Leventis, 2017)

Pärssinen (2012) oli ensimmäisiä, joka tutki Suomessa käyvän arvon mallin sekä realisoitumattomien arvonnousujen tilinpäätöskäsittelyä ja käsittelyn muutoksia kiinteistösi-joitusyhtiöiden osalta vuosien 2005 – 2011 aikana. Tutkimuksessa analysoitavat yhtiöt olivat Sponda, Citycon ja Technopolis eikä niiden osingonmaksun nähty lisääntyneen niiden siirryttyä soveltamaan käyvän arvon mallia. Pärssisen mukaan kaikkien yhtiöiden tavoitteena oli vakaa osingonmaksupolitiikka kyseisinä vuosina, mikä tarkoitti noin puolta niiden ilmoittamastaan emoyhtiön tilikauden tuloksesta. Tutkimuksen haastatteluosion perusteella alan asiantuntijat eivät nähneet realisoitumattomien arvonnousujen osinkoina jakamista kovin realistisena uhkakuvana, koska Suomen lainsäädäntö ei tuolloin vielä mahdollistanut sitä. Vaikka arvonnousut ilmoitetaan IFRS-tilinpäätöksessä tilikauden voittona ja omaa pääomaa kasvattavana eränä konsernitasolla, ei osinkoa voi Suomessa jakaa IFRS-tilinpäätöksen perusteella, vaan ainoastaan FAS:n alaisen tilinpäätöksen kautta, jossa vielä tuolloin ei hyväksytty sijoituskiinteistöjen käypään arvoon arvostamista (Oikeusministeriö, 2009, 19). Näin ollen Pärssinen (2012) päätyi tutkimuksessaan siihen, että sijoituskiinteistöjen realisoitumattomien arvonnousujen jakaminen osinkoina on täysin teoreettisen tason kuvitelma Suomessa.

Yhteenvetona tämän neljännen kappaleen katsauksesta aiempiin tutkimuksiin voidaan todeta, että käyvän arvon mallia sen hyötyineen ja haittoineen, kuten myös käypään arvoon arvostamisen vaikutuksista yhtiön osingonmaksupolitiikkaan on tutkittu aihepiirinä paljon eikä yksimielistä lopputulemaa näihin ole löydettävissä. Realisoitumattomien arvonnousujen jakamista osinkoina on puolestaan tutkittu huomattavasti vähemmän, mutta muutamia tutkimuksia maailmalla on tehty (Chen ym., 2006; Pärssinen, 2012; Sikalidis & Leventis, 2017; Chen ym., 2019), mutta nekään eivät vastaa täysin tähän tutkielmaan valittua konkurssiriskin kautta tulevaa lähestymistapaa. Lähimpänä on Chenin ym. (2019) julkaisema tuore tutkimus, jonka tuloksiin tämän tutkielman antamia tuloksia on tärkeä verrata. Myös Pärssisen (2012) tutkimus tarjoaa arvokasta vertailukohtaa, koska Pärssinen on selvästi tunnistanut jo vuonna 2012 sijoituskiinteistöjen realisoitumattomien arvonnousujen osinkoina jakamisen ongelman, jota tässä tutkielmassa nimenomaisesti pyritään selvittämään, mutta vuonna 2012 kirjanpitolaki ei vielä mahdollistanut ongelman esiintymistä Suomessa. Kirjanpitolain muutos vuonna 2016 mahdollistaa kuitenkin skenaarion toteutumisen, joten tämän tutkielman tulosten vertailu Pärssisen (2012) tutkimuksen kanssa on myös tärkeää.

5 EMPIIRINEN TUTKIMUS SUOMALAISILLA ASUNTO- JA KIIINTEISTÖSIJOITUSYHTIÖILLÄ

5.1 Tutkimusmenetelmä

Tutkimuksessa vertaillaan valittujen asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiöiden tilinpäätöstietoja vuosilta 2013 – 2018. Koska kirjanpitolain uudistus tapahtui vuoden 2016 alussa, on tutkimukseen päätetty ottaa mukaan kolme tilikautta ennen ja jälkeen uudistuksen. Tutkimus suoritetaan kvalitatiivisena tutkimuksena. Tutkimuksessa käytetään toiminta-analyttistä tutkimusotetta, eli tutkimus on luonteeltaan hermeneuttinen, sillä sen avulla pyritään lisäämään ymmärrystä tutkittavasta ilmiöstä (Neilimo & Näsi, 1980). Tutkimus ei ole perinteinen case-tutkimus, sillä tutkimuksessa on mukana yhteensä 25 yhtiötä. Havaintojen perusteella esille nousevia yhtiöitä (5kpl) tutkitaan kuitenkin case-luonteisesti vielä erikseen, jotta voidaan tarkemmin syventyä tutkittavaan ilmiöön ja analysoida taustalla vaikuttavia. Toisin sanoen ensin tutkimuksessa analysoidaan suurempaa yhtiöjoukkoa, minkä perusteella tutkimuksen kannalta negatiivisessa mielessä muista erottuviin yhtiöihin kohdistetaan enemmän huomiota ja pohditaan, mistä erot voisivat johtua. Tutkimuksessa pyritään näin muodostamaan induktiivisesti yksittäisten havaintojen pohjalta laajempaa yleistä teoriaa ja yleisiä käytänteitä (Creswell, 2014, 4). Muodostuvaa teoriaa verrataan aikaisempiin tutkimuksiin sekä kirjallisuuteen.

Tutkimusmenetelmänä käytetään kvalitatiiviselle tutkimukselle ominaisesti sisällönanalyysiä. Tuomen ja Sarajärven (2002, 105) mukaan *”sisällönanalyysissä aineistoa tarkastellaan eritellen, yhtäläisyyksiä ja eroja etsien sekä tiivistäen”*. Kyseessä on diskurssianalyysin tapaan tekstianalyysi, jossa tarkastellaan tekstimuotoisia lähteitä (Tuomi & Sarajärvi (2002, 105). Aineistoon perehtymisen jälkeen aineisto redusoidaan eli pelkistetään. *”Sisällönanalyysin avulla pyritään muodostamaan tiivistetty kuvaus tutkittavasta ilmiöstä, joka pyritään kytkemään laajempaan kontekstiin ja aikaisempiin aihepiirin tutkimuksiin”* (Tuomi & Sarajärvi, 2002, 105). Sisällönanalyysi voidaan tehdä aineistolähtöisesti, teorialähtöisesti tai teoriaohjaavasti, joilla viitataan analyysin perustumiseen joko aineistoon tai valmiiseen teoreettiseen viitekehykseen. (Tuomi & Sarajärvi, 2009, 101, 105, 109-116)

Tutkimuksen tekstilähteinä toimivat valittujen yhtiöiden tilinpäätökset vuosilta 2013 – 2018, joista on redusoitu, tässä tapauksessa käsin poimittu, ennalta määritellyt tiedot ja näistä tiedoista koostettu tutkimuksen aineisto, joka on esitetty tutkielman lopussa liitteessä 2. Tutkimus tehdään aineistolähtöisesti, sillä analysointi perustuu lähes täysin aineistosta esille nouseviin huomioihin, joita lopulta peilataan kirjallisuuden ja aikaisempien tutkimusten luomaan teoriaan. Aineistonkeruuprosessi ja tutkimukseen valittujen yhtiöiden valinta ovat kuvattuina tarkemmin kappaleessa 5.2.

Kerätyn aineiston pohjalta muodostetaan ennalta määriteltyjen tunnuslukujen perusteella taulukoita ja kuvioita, joita analysoidaan sanallisesti. Kuvioiden muodostamisessa on pyritty kuvion selkeään luettavuuteen, koska koko tutkimus perustuu käytännössä kuvioiden pohjalta tehtäviin havaintoihin ja poikkeamien analysointiin. Tämän vuoksi muutamien tunnuslukujen kohdalla on päädytty esittämään useampia samaa asiaa ilmentäviä, mutta eri skaalalla toteutettuja kuvioita, jotta kaikki tutkimuksen kannalta olennaiset havainnot tulevat huomatuksi. Tutkimustuloksia on analysoitu ensin jokaisen tunnusluvun näkökulmasta, jonka jälkeen eniten esille nousseita yhtiöitä on lisäksi analysoitu vielä yksittäisinä kokonaisuuksina, peilaten tutkimuksessa esille nousevia havaintoja aiempaan kirjallisuuden sekä muuhun julkisesti saatavilla olevaan informaatioon. Tutkimuksessa käytettyjen tunnuslukujen valinnassa on painotettu niiden tuottaman informaation soveltuvuutta tutkittavaan ilmiöön. Seuraavassa on kuvailtu tarkemmin tutkimusprosessin eteneminen sekä käytettävät tunnusluvut.

Tutkimuksessa selvitetään ensiksi, ovatko asuntosiirtusyhtiöt alkaneet hyödyntämään kirjanpitolain muutoksen mahdollistamaa sijoituskiinteistöjen käypään arvoon kirjaamista kirjanpidossaan enenevissä määrin vuoden 2016 jälkeen. Jos yhtiöt käyttävät käyvän arvon menetelmää niin tutkimuksessa selvitetään minkä suuruisia käyvän arvon muutoksia ne ovat vuosittain kirjanneet. Tämä tieto etsitään valittujen yhtiöiden tilinpäätöksistä vuosilta 2013 – 2018.

Toiseksi tutkimuksessa lasketaan jokaiselle yhtiölle operatiivinen tulos (tilikauden voitto – tuloslaskelmaan kirjattu käyvän arvon muutos), joka suhteutetaan tilikauden aikaiseen voittoon. Näin saadaan selville niiden yhtiöiden osalta, jotka kirjaavat käyvän arvon muutoksia, että miten suuri osa tilikauden voitosta perustuu sijoituskiinteistöjen realisoitumattomiin arvonnousuihin. Operatiiviselle tulokselle on olemassa useita erilaisia laskukaavoja, joista etenkin kiinteistösijoitussektorilla paljon käytetty on niin sanottu EPRA-

(operatiivinen) tulos, jossa tilikauden tuloksesta on oikaistu pois kaikki erät, jotka eivät sisälly yhtiön operatiiviseen liiketoimintaan, kuten kiinteistöjen käyvän arvon muutokset sekä niiden myyntivoitot ja -tappiot (Pulkkinen, 2018). Koska kaikki tutkimuksen yhtiöt eivät ilmoita EPRA-tulostaan tilinpäätöksessään, määrittelen operatiivisen tuloksen tässä tutkimuksessa hyvin yksinkertaisella tavalla, jossa tilikauden aikaisesta voitosta vain vähennetään tuloslaskelmaan kirjattu käyvän arvon muutos. Mielestäni näin niin isojen pörssissä olevien kiinteistösijoitusyhtiöiden kuin pienempienkin yhtiöiden tulokset saadaan oikaistua karkeasti riittävällä tasolla vertailukelpoisiksi, kun vain sijoituskiinteistöjen realisoitumattomat arvonnousut jätetään pois, sillä ne eivät todellisuudessa ole vielä muodostaneet kassavirtaa yhtiölle.

Kolmanneksi tutkimuksessa verrataan yhtiön maksaman vuotuisen osingon määrää edellä laskettuun operatiiviseen tulokseen. Jos osingon määrä ylittää operatiivisen tuloksen, tarkoittaa se sitä, että yhtiö maksaa realisoitumattomia arvonnousuja ulos yhtiöstä. Tutkimuksessa myös havainnoidaan, onko tässä operatiivisen tuloksen ja osingonmaksun suhteessa tapahtunut muutoksia tarkastelujakson aikana. Eli käytännössä, ovatko yhtiöt alkaneet maksamaan suhteessa suuremman osan operatiivisesta liikevoitostaan ulos osinkoina, mikä tuli mahdolliseksi 1.1.2016 alkaen.

Neljäntenä tarkastellaan yhtiöiden omavaraisuusasteita ja pohditaan näkyvätkö mahdolliset edellä mainituista kohdista tehdyt havainnot yhtiöiden omavaraisuusasteissa. Lopuksi vielä nidotaan kaikki havainnot yhteen.

Kappaleessa 6 analysoidaan tarkemmin yksittäisiä tuloksista esille nousevia yhtiöitä kokonaisuutena kaikkien edellä mainittujen tutkimustulosten pohjalta sekä etistään tarvittaessa tarkempia selityksiä yhtiöiden tilinpäätöksistä. Kappaleessa 6 pohditaan myös laajasti tutkimuskysymystä, ovatko asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiöiden riskitasot kasvaneet käypään arvoon arvostamisen tullessa mahdolliseksi vuodesta 2016 alkaen sekä pyritään muodostamaan käsitys siitä, mitkä tekijät tämän tutkimuksen tulosten mukaan kasvattaisivat riskitasoja.

5.2 Tutkimusaineisto

Tutkimuksen aineisto on kerätty Patentti- ja rekisterihallituksen ylläpitämästä Virre-tietopalvelusta, mikä on rajoittanut tutkimukseen valittavaksi soveltuvien yhtiöiden määrää, sillä tutkittavan yhtiön tilinpäätöksen on löydyttävä joko Virrestä tai sen on oltava julkisesti saatavilla esimerkiksi yhtiön omilta nettisivuilta. Tutkimukseen valitun yhtiön / konsernin tilinpäätöksen on myös oltava sellainen, josta löytyvät tarvittavat tiedot valitusta yhtiöstä / konsernista. Kiinteistösijoituslalla on yleistä, että omistajat muodostavat usein monimutkaisiakin konsernirakenteita ja emoyhtiönä toimii lopulta vain holdingyhtiö, jolle maksetaan lähinnä vain hallinnointipalkkiota. Koska holdingyhtiö ei suoraan omista kiinteistöjä ei sen tilinpäätöksestä ole saatavilla tietoja sen tyttärien sijoituskiinteistöjen arvosta, arvostamismenetelmistä tai arvonkehittymisestä. Tytäryhtiöitä voi olla paljon, eikä niiden tilinpäätöstietoja ole mahdollista yhdistellä, joten näissä tapauksissa, jos konsernitalinpäätöstä ei ole saatavilla Virrestä tai julkisesti, jää yhtiö tutkimuksen ulkopuolelle.

Tutkimuksen yhtiömäärä on rajattu 25 yhtiöön ja valitut yhtiöt esitetään taulukossa 2. Joukkoon kuuluvat kaikki Suomen suurimmat yksityisen sektorin asunto- tai kiinteistösijoitusyhtiöt Kiinteistötiedon (2018) julkaiseman top 30 -listan perusteella, jotka täyttivät yllämainitut kriteerit. Mukana ovat myös kaikki Suomessa pörssilistattuna olevat asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiöt. Lisäksi tutkimuksen monimuotoisuuden lisäämiseksi mukaan on otettu myös Suomen suurin ulkomainen asuntosijoittaja, vuonna 2017 Suomeen rantautunut Round Hill Capital ja sen hallinnoimat 5 yhtiötä (OLO Asunnot 1-5) (HS, 21.9.2019). Loput tutkimukseen valituista pienemmistä asuntosijoitusyhtiöistä on etsitty Googlesta hakusanoilla ”asuntosijoitusyhtiöt” ja ”asuntosijoittaminen osakeyhtiö” tai Virren yrityshausta hakusanoilla ”asunnot” ja ”asuntosijoitus”, ja mukaan on otettu ensimmäiset osumat, joiden tilinpäätöstiedot olivat saatavilla Virrestä.

Yksittäisenä tuloksissa mahdollisesti huomioon otettavana seikkana on mainittava, että Ovaro Kiinteistösijoitus toimi vuoteen 2018 asti REIT-yhtiönä (Real Equity Investment Trust) nimellä Orava Asuntorahasto, jolloin sitä koski erillinen REIT-sääntely, joka määrää, että REIT-yhtiöiden on tuloutettava tukkualennuksella ostamansa kohteet välittömästi oston jälkeen ja lisäksi yhtiöiden tulee maksaa vuosittain vähintään 90% tuloksesta

osinkoina (Inderes, 2013; Väänänen, 2017). Tämä on syytä ottaa huomioon tuloksia analysoitaessa.

Tutkimuksessa tarvittavat tiedot on poimittu käsin yritysten tilinpäätöksistä taulukoksi, joka on tämän tutkielman liitteenä (Liite 2). Osa yhtiöistä on siirtynyt hankintamenomalista käyvän arvon käyttöön tarkastelujakson aikana, jolloin vaikka siirtymävuoden tilinpäätöksessä on esillä aikaisemman vuoden vertailutiedot uusin arvostusperustein, on aineistoon poimitut arvot aina kyseisen vuoden virallisesta tilinpäätöksestä. Kaikista tutkimukseen valituista yhtiöistä ei ollut saatavilla sijoituskiinteistöjen tasearvoja edellisiltä vuosilta, sillä jos ne eivät sovelleta käypää arvoa, ei sijoituskiinteistöjen arvoja ole pakko ilmoittaa tilinpäätöksessä. Muutamissa tällaisissa tapauksista on laskettu yhteen taseen rakennusten ja maa-alueiden saldot sijoituskiinteistövarallisuuden määräksi. Osa yhtiöistä on lisäksi perustettu vasta tarkastelujakson aikana, mikä ei kuitenkaan vaikuta tutkimusaineiston laatuun tai vääristä sitä, koska kyseessä on kvalitatiivinen tutkimus.

Yhtiö	Asunnot vai kiinteistöt	Liikevaihto (teur)	Sijoituskiinteistöt tasearvo (teur)
Kojamo Oyj	Asunto	358,800	4,706,500
Sato Oyj	Asunto	290,400	3,564,800
Sponda Oyj	Kiinteistö	259,200	3,935,300
Citycon Oyj	Kiinteistö	237,000	4,183,400
Technopolis Oyj	Kiinteistö	177,359	1,537,940
Antilooppi Ky	Kiinteistö	57,147	713,617
Mercada Oy	Kiinteistö	49,852	677,449
Amplus Holding Oy	Asunto	43,338	
Probus Holding Oy	Asunto	23,322	115,093
Julius Tallberg-Kiinteistöt Oyj	Kiinteistö	18,115	185,775
Suomen Hoivatilat Oyj	Kiinteistö	17,182	247,066
Ovaro Kiinteistösijoitus Oyj	Asunto	12,813	199,617
Investors House Oyj	Asunto	8,276	54,787
JHS-Kiinteistöt Oy	Asunto	7,472	
OLO Asunnot 5 Oy	Asunto	5,549	47,500
OLO Asunnot 1 Oy	Asunto	4,672	41,900
OLO Asunnot 3 Oy	Asunto	4,512	38,129
Asuntosalkku Suomi Oy	Asunto	4,435	121,103
OLO Asunnot 4 Oy	Asunto	4,079	27,624
Maakunnan Asunnot Oy	Asunto	3,843	
Huhtanen Capital Oy	Asunto	3,613	38,225
OLO Asunnot 2 Oy	Asunto	2,613	20,400
WW Capital Oy	Asunto	437	
H&R Properties Oy	Asunto	313	7,133
Kyyrö Capital Oy	Asunto	57	

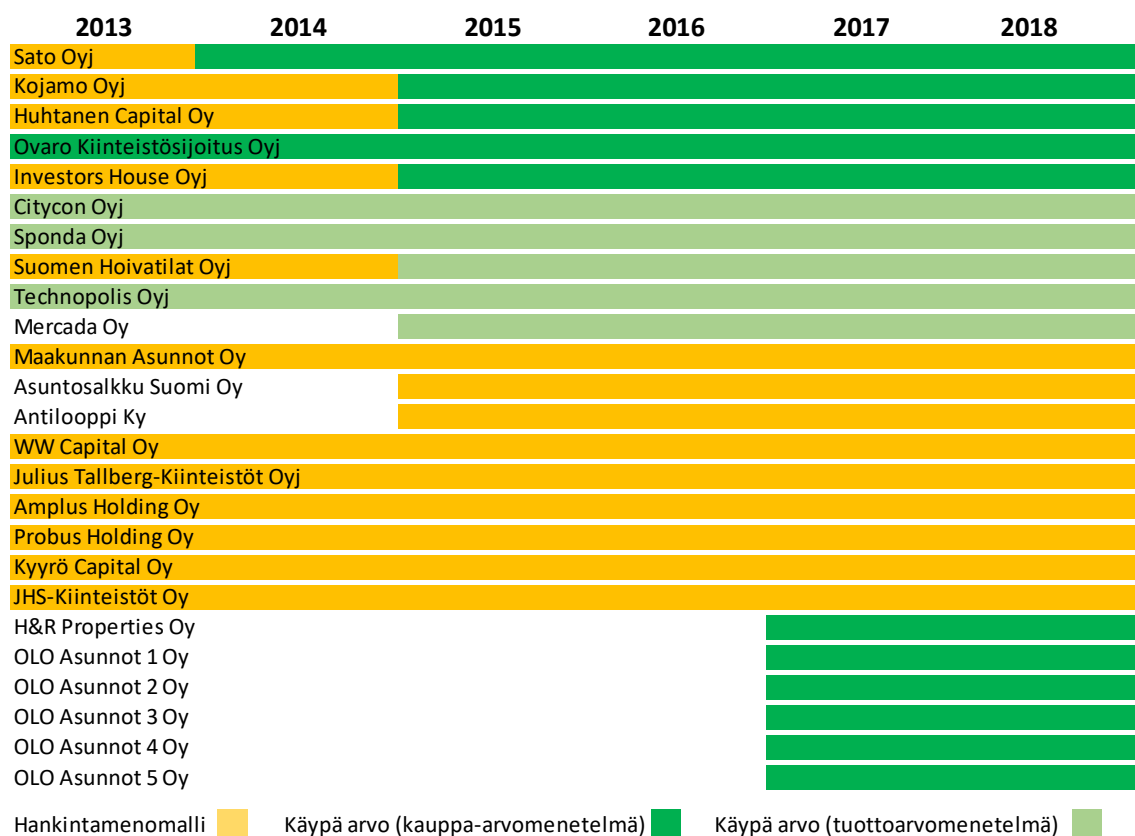
Taulukko 2 Tutkimuksessa mukana olevat yhtiöt liikevaihdon perusteella suuruusjärjestyksessä.

Taulukossa 2 on esiteltynä kaikki tutkimuksessa mukana olevat yhtiöt liikevaihdon mukaisessa suuruusjärjestyksessä. Lähtökohtaisesti tässä tutkimuksessa tutkitaan käypään

arvoon arvostamisen riskiä asuntosijoitusyhtiöiden näkökulmasta, mutta koska asunto- ja kiinteistösijoittaminen ovat hyvin lähellä toisiaan ja Suomen suurimmista julkisista kiinteistösektorilla toimivista sijoitusyhtiöistä suuri osa sijoittaa varsinaisesti toimitiloihin ja kiinteistöihin, on nämä kiinteistösijoitusyhtiöt (7kpl) päätetty ottaa tutkimukseen mukaan toimien samalla myös vertailuryhmänä. Jaottelu asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiöihin on tehty sen perusteella, kumpiin yhtiö todellisuudessa sijoittaa enemmän, eikä sen perusteella mikä yhtiön virallinen nimi on. Näin ollen esimerkiksi Ovaro Kiinteistösijoitusta, joka sijoittaa pääasiassa vain asuntoihin sekä Investors Housea, jonka sijoituksista 51% kohdistuu asuntoihin, käsitellään tässä tutkimuksessa asuntosijoitusyhtiöinä.

5.3 Käypää arvoa käyttävät yhtiöt

Kuviossa 9 on esitetty jokaisen tutkittavan yhtiön osalta, mitä IFRS 13 Käypä arvo ja IAS 40 Sijoituskiinteistöt -standardien mukaista arvostamistapaa he käyttävät. Kuten kuvio 9 osoittaa, hankintamenoa vuonna 2018 käyttävät yhtiöt ovat pääasiassa tutkimuksen pienimpiä yhtiöitä, joilla on ollut hankintameno käytössä koko tarkastelujakson ajan. Suurin hankintamenoa yhä käyttävistä yhtiöistä on kiinteistösijoitusyhtiö Antilooppi (liikevaihto 57 miljoonaa euroa). Sen sijaan käypää arvoa koko tarkastelujakson ajan käyttäneet yhtiöt Citycon, Sponda sekä Technopolis ovat kaikki kiinteistösijoitusyhtiöitä ja myöskin koko tarkastelujakson käypään arvoon sijoituskiinteistönsä arvostaneen Ovaro Kiinteistösijoituksen portfoliosta huomattava osa on kiinteistöjä. Näyttääkin siltä, että erityisesti kiinteistösijoitusyhtiöt ovat olleet Suomessa pioneereina arvostamassa sijoituskiinteistöjään käypään arvoon.



Kuvio 9 Tutkimuksessa mukana olevien yhtiöiden sijoituskiinteistöjensä arvostamisessa käyttämät menetelmät vuosina 2013-2018.

Toinen kuvioista 9 esille nouseva huomio on, että useat yhtiöt (Kojamo, Huhtanen Capital Investors House ja Suomen Hoivatilat) muuttivat tilikauden 2015 aikana sijoituskiinteistöjen kirjaustapansa hankintamenomallista käyvän arvon malliin. Sato teki kyseisen vaihdoksen jo tilikauden 2014 aikana. Muutosten suuri määrä johtunee siitä, että vuoden 2015 lopullisia tilinpäätöksiä tehtäessä KPL:n muutos vuoden 2016 alussa oli jo tapahtunut ja yhtiöt ovat ennakoineet siirtymistään käyvän arvon mallin soveltamiseen. Käyvän arvon mallin käyttäminen on ollut mahdollista toki aiemminkin IFRS-tilinpäätöksen tekevillä yhtiöillä, mutta samaan aikaan ne ovat joutuneet oikaisemaan FAS-tilinpäätöksessään, jonka perusteella Suomessa osingonmaksu määräytyy, sijoituskiinteistöjen arvonmuutokset tuloslaskelmaltaan pois. Vasta 1.1.2016 voimaan astunut KPL:n muutos mahdollisti käyvän arvon mukaisten sijoituskiinteistöjen arvonmuutosten kirjaamisen tuloslaskelmalle kaikille kirjanpitovelvollisille, myös konsernien FAS-tilinpäätöksissä, ja näin ollen esitetyt yhtiöt ovat todennäköisesti siirtyneet ennakoiden soveltamaan käyvän arvon mallia jo tilikauden 2015 tilinpäätöksessään. Kuitenkin yhtiöt ovat joutuneet vielä vuoden

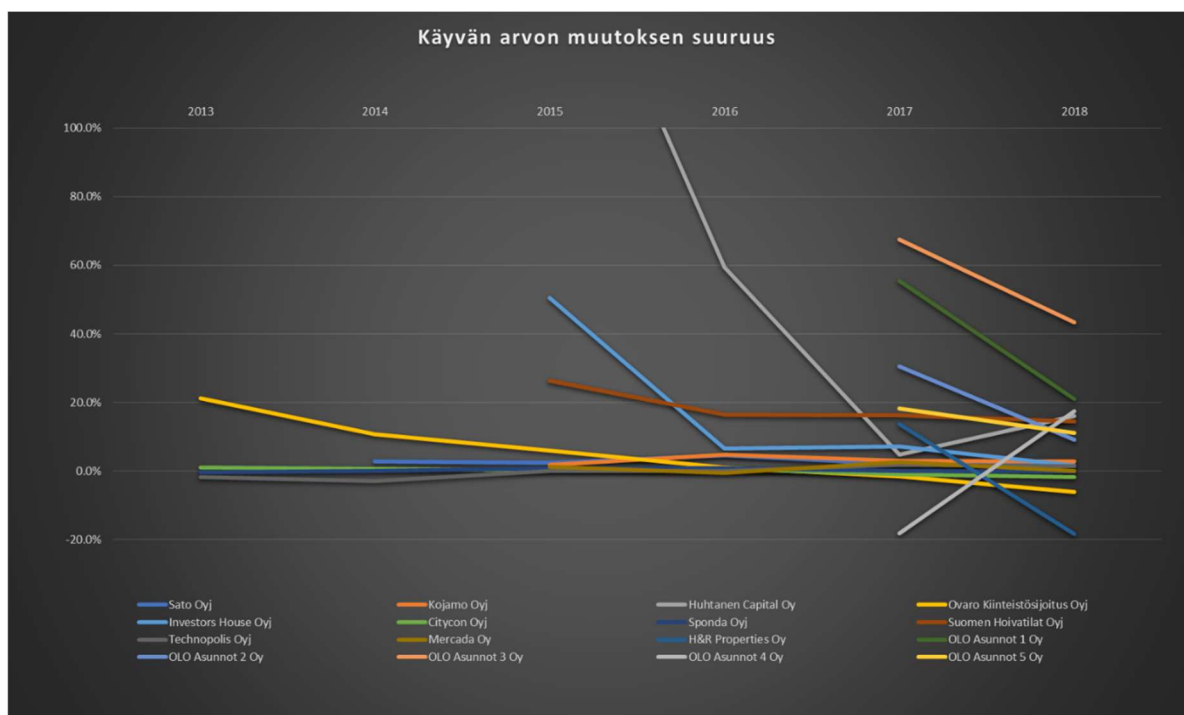
2015 tilinpäätöksessään oikaisemaan luvut FAS-tilinpäätökseen, eivätkä näin ole pystyneet vielä huomioimaan realisoitumattomia arvonnousuja osingonmaksussa.

Kolmantena havaintona kuviosta 9 nähdään, että kaikki pääasiassa kiinteistöihin sijoittavat yhtiöt suosivat tuottoarvomenetelmää, kun kaikki asuntosijoitusyhtiöt puolestaan suosivat enemmän kauppaa-arvomenetelmää. Suuri osa käyvän arvon mallia käyttävistä yhtiöistä käyttää sekä tuottoarvo- että kauppaa-arvomenetelmää, kuten muun muassa Investors House, joka käyttää kauppaa-arvomenetelmää omistamiinsa asuntoihin ja tuottoarvomenetelmää useimpiin kiinteistöihinsä (Investors House, 2018). Tulos on yhteneväinen Hallin (2014) tutkimukseen, jonka mukaan Suomessa kerrostalojen arvioinnissa käytetään pääasiassa joko tuottoarvo- tai kauppaa-arvomenetelmää. Tuottoarvomenetelmän käyttämisen suosiota kiinteistösijoittajien keskuudessa selittää se, että suurissa kiinteistökonaisuuksissa, kuten Cityconin omistamissa kauppakeskuksissa, laaditaan lähtökohtaisesti pitkäaikaisia vuokrasopimuksia, jolloin tulevien vuosien vuokratuoton ennustaminen on helpompaa. Toiseksi suurilla kiinteistökokonaisuuksilla ei ole olemassa samantapaisia aktiivisia markkinoita, kuten asuntomarkkinoilla, jolloin kauppaa-arvomenetelmän käyttäminen on käytännössä mahdotonta. Yllättävää kuitenkin on, että käypään arvoon sijoituskiinteistönsä arvostavista asuntosijoitusyhtiöistä yksikään ei käytä pääasiallisena menetelmänään tuottoarvoa, mitä kappaleessa 2.1.3 epäiltiin. On vaikea sanoa, tarkoittaako tämä sitä, että suurten asuntosijoitusyhtiöiden myydessä tai ostaessa suuria asuntoportfolioita tai kerrostalokokonaisuuksia, diskontattuihin nettonykyarvoihin sekä arvioihin tulevasta vuokrakehityksestä ja taloyhtiöremonteista ei voisi luottaa yhtä paljoa kuin suurista liikekiinteistöistä tehtyihin vastaaviin laskelmiin. Ilmeisesti asuntosijoittajien keskuudessa markkinoilta johdettujen kauppahintojen käytöllä on vakiintuneempi asema.

Yhteenvetona voidaan sanoa, että käytännössä vain suuret asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiöt arvostavat sijoituskiinteistönsä käypään arvoon, kun taas pienempien keskuudessa perinteisen hankintamenomallin soveltaminen on suositumpaa, oletettavasti kevyemmän kirjanpitoakaan vuoksi.

5.4 Sijoituskiinteistöjen käyvän arvon muutosten suuruudet vuosina 2013 – 2018

Seuraavaksi tarkastellaan kuvion 10 pohjalta, minkä suuruisia käyvän arvon muutoksia tarkastelujakson aikana yhtiöt ovat tulokseensa kirjanneet, sekä nostetaan liitteenä (Liite 2) olevasta tutkimusaineistodatasta muutamia huomioita. Käyvän arvon muutoksen suuruus on laskettu suhteuttamalla tilikauden aikana tuloslaskelmalle kirjattu sijoituskiinteistöjen käyvän arvon muutos edellistilikauden päättäneeseen sijoituskiinteistöjen tasearvoon. Laskukaavan heikkous on siinä, ettei se huomioi sitä, jos yhtiö on hankkinut kulu- neen tilikauden aikana huomattavasti lisää sijoituskiinteistöjä ja kirjaa näille arvonmuutoksia, jolloin tilikauden aikaisten arvonmuutosten pohjana on todellisuudessa ollut edellistilikautta suurempi pääoma. Mielestäni kaava kuitenkin mahdollistaa hyvin yksinkertaisella tavalla prosentuaalisten arvonmuutosten analysoinnin ja mahdollisten ”aggressiivisesti arvonnousuja kirjaavien yhtiöiden” löytämisen sekä tarjoaa arvokasta lisäarvoa käytettäväksi tämän tutkielman muiden tutkimusten tukena.



Kuvio 10 Käypää arvoa käyttävien yhtiöiden tuloslaskelmalle kirjattujen sijoituskiinteistöjen käyvän arvon muutosten suuruudet vuosina 2013–2018. Kuvion luettavuuden vuoksi kuvion suurin arvo on rajattu 100%:iin, minkä seurauksena Huhtanen Capitalin vuonna 2015 kirjaama käyvän arvon muutos (175.9%) ei näy kuviossa.

On huomionarvoista, että Satoa ja Kojamoa lukuun ottamatta kaikki muut edellisessä kappaleessa (5.3) esille nostetut yhtiöt, jotka siirtyivät tarkastelujakson aikana hankintamenomallista käyvän arvon malliin, ovat kirjanneet ensimmäiselle käypää arvoa soveltamalleen tilikaudelle huomattavan suuria positiivisia arvonnousuja: Huhtanen Capital 175,9%, Investors House 50,5% ja Suomen Hoivatilat 26,4%. Vuodelle 2013 Ovaro Kiinteistösijoitus (tuolloin vielä Orava Asuntorahasto) näyttää kirjanneen myös silmiinpistävän (21.3%) suuren arvonnousun ja yhtiön tilinpäätöstiedoista selviää, että vuosi 2013 oli sen ensimmäinen käyvän arvon mallia käyttämä vuosi. Sinänsä se, että yhtiöt kirjaavat ensimmäisenä käypää arvoa soveltavanaan vuonna suuria arvonnousuja on loogista, sillä asuntojen hinnat ovat vuosien saatossa pääasiassa nousseet (Kuvio 6; Tilastokeskus, 2017), joten aiemmin hankintamenoon kirjatuilla asunnoille sekä myös kiinteistöille on kertynyt ”patoutunutta” arvonnousua, joka tuloutuu ensimmäisenä vuotena kokonaisuudessaan kerralla tuloslaskelmalle. Tämä selittää suuria ensimmäisen vuoden arvonnousuja, mutta vuonna 2013 perustetun Huhtanen Capitalin valtava 175,9 prosentin kirjattu arvonnousu herättää huomiota. Toisena vuonna arvonnousut ovat olleet jo huomattavasti maltillisempia, mutta edelleen Huhtanen Capitalin toisen vuodenkin 59,4 prosentin arvonnousu erottuu selvästi muista ja herättää kysymyksiä, millä perusteella arvonnousua on kirjattu. Vuonna 2017 Huhtanen Capital kirjasi arvonnousua enää vain 4,8 prosenttia, mikä sekin on enemmän kuin asuntomarkkinoiden keskimääräinen arvonnousu kyseisenä vuonna, mutta vuonna 2018 yhtiö kirjasi taas peräti 16 prosentin arvonnousun.

Toinen silmiinpistävän korkeita arvonnousuja vuosi toisensa jälkeen kirjaava yhtiö on Suomen Hoivatilat, joka on vuosina 2016 – 2018 kirjannut keskimäärin noin 15 prosentin vuotuista arvonnousua kiinteistöilleen. Sen vuosien 2016 – 2018 tilinpäätöksistä selviää, että yhtiölle on valmistunut vuosittain kymmeniä uusia päiväkotia- ja hoivakiinteistöjä. Lisäksi tilinpäätöksistä selviää, että yhtiö on erikoistunut päivä- ja hoivakiinteistöjen tuottamiseen, omistamiseen ja vuokraamiseen, jolloin yhtiö on todennäköisesti ollut projekteissa itse mukana rakennuttajana ja sitä kautta kiinteistöjen hankintakustannukset lienevät halvemmat kuin suoraan valmis kiinteistö markkinoilta ostettaessa.

Kappaleessa 2.1.3 esiteltiin, kuinka Ovaro Kiinteistösijoitus (entinen Orava Asuntorahasto) joutui vuonna 2017 pahaan kassakriisiin ja kuinka yhtiön johto oli arvostanut asuntoportfoliotaan yliarvoon. Kuvio 10 erottuu selvästi, miten yhtiö on kirjannut keskimäärin korkeampia arvonnousuja ennen vuotta 2017 kuin muut, joten tämä tutkimustulos

viittaa samaan. Vuonna 2018 yhtiö korjasi arviointimalliaan ja kirjasi pelkästä arviointimallin vaihtumisesta johtuvista syistä 4,7% arvonnousta, mikä näkyy myös kuviossa 10.

Suomen suurimman ulkomaisen asuntosijoittajan Round Hill Capitalin omistamat OLO Asunnot 1-3 sekä OLO Asunnot 5 ovat kirjanneet ensimmäisenä ja vielä toisenakin toimintavuotenaan huomattavan suuria arvonnousuja. Helsingin Sanomien (21.9.2019) uutisen mukaan Round Hill Capitalin hankkimista yli 4600:sta asunnosta valtaosa sijaitsee kasvukeskusten ulkopuolella, jossa kilpailua on vähemmän, vuokratuotto korkeampaa, mutta riskit arvonalenemiselle myös suuremmat. Uutisessa myös mainitaan, että yhtiö on hankkinut sellaisia asuntoja, joista kunnat haluavat itse eroon ja joille yhtiö tekee korjaussuunnitelmat (HS, 21.9.2019). OLO Asuntojen 1-5 tilinpäätöksistä selviää, että niiden omistamista asunnoista monet sijaitsevat syrjäseuduilla. On oletettavaa, että yhtiöt ovat saaneet hankittua nämä vähäisen kysynnän kohteet halvalla ja voineet sitä kautta kirjata kovia arvonnousuja, mutta se, että kovia arvonnousuja kirjataan vielä toisenakin vuonna herättää huomiota. Lisää pohdintaa aiheesta vielä kappaleessa 6.

Muut tutkimuksen käyvän arvon muutoksia kirjaavat yhtiöt ovat kirjanneet hyvin maltillisesti niin arvonnousuja kuin -laskujakin ilman suurta vuosittaista vaihtelua. Kuten jo edellä mainittiin, Sato ja Kojamo vaihtoivat myös kirjauskäytäntöjään tarkastelujakson aikana, mutta niiden ensimmäisten käypään arvoon kirjaamien vuosien arvonnoukset eivät poikkea yhtä huomattavasti kuin muilla kirjauskäytänteitä muuttaneilla yhtiöillä. Yksi syy tähän voisi olla se, että Saton (tase = 3,6 miljardia) ja Kojamon (tase = 4,7 miljardia) taseet ovat kooltaan jättiläisiä verrattuna muihin edellä esitettyihin yhtiöihin nähden, joista suurimman Suomen Hoivatilojen tase on vain 247 miljoonaa euroa. Saton ja Kojamon kohdalla jo muutamien prosenttiyksiköidenkin muutoksilla puhutaan kymmenien miljoonien tasearvon muutoksesta.

Yhteenvetona todettakoon, että yhtiön vaihtaessa kirjauskäytäntöään hankintamenomallista käyvän arvon malliin, on tyypillistä, että ensimmäisenä käyvän arvon soveltamisvuonna tuloslaskelmalle kirjataan suuria arvonnousuja, jotka ovat muodostuneet pitkän ajan kuluessa. Osa tutkimuksen yhtiöistä on kirjannut huomattavia arvonnousuja myös seuraavallekin vuodelle, mikä kiinnittää huomiota ja herättää kysymyksiä arvonnousun realistisuudesta.

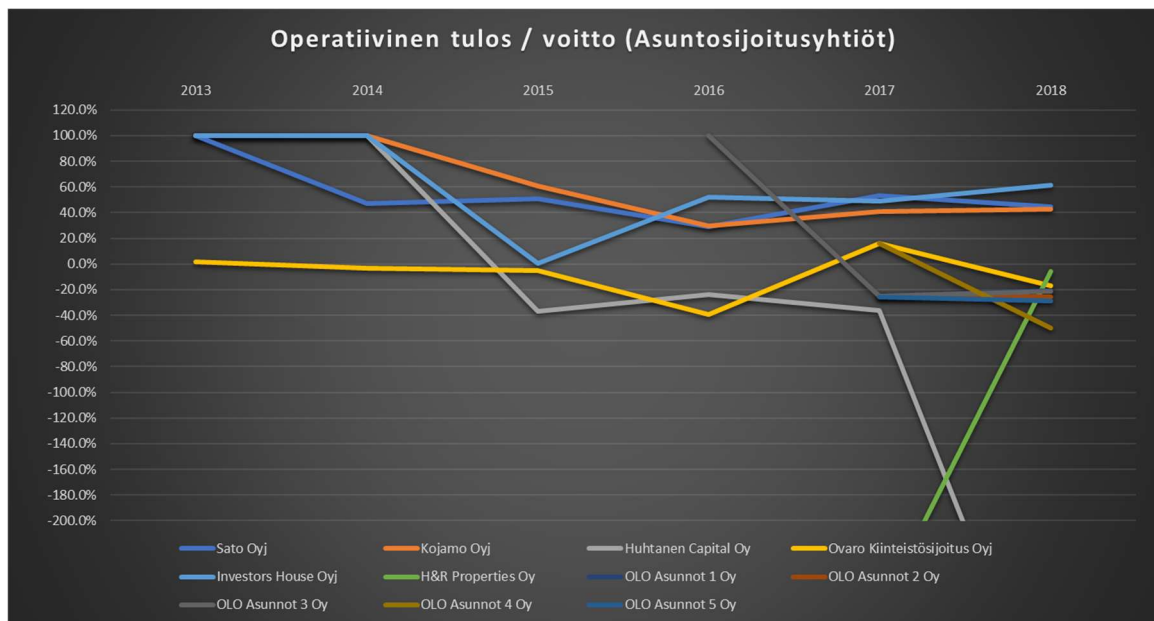
5.5 Operatiivisen tuloksen osuus tilikauden voitosta

Tässä kappaleessa analysoidaan kuinka suurta roolia sijoituskiinteistöjen realisoitumattomat arvomuutokset näyttelevät yhtiöiden koko tilikauden aikaisesta tuloksesta. Mukana analyysissä ovat vain ne yhtiöt, jotka ovat käyttäneet tarkastelujakson aikana käyvän arvon mallia, sillä tällöin niiden on ilmaistava tilinpäätöksessään erikseen sijoituskiinteistöjen vuosittaiset arvomuutokset ja tällöin niiden operatiivinen tulos eroaa tilikauden tuloksesta. Hankintamenomallia käyttävillä yhtiöillä tilikauden tulos vastaa tämän tutkielman mukaista määritelmää operatiivisesta tuloksesta.

Operatiivisen tuloksen laskemiseen on olemassa useita erilaisia laskukaavoja, joista etenkin kiinteistösijoitussektorilla paljon käytetty on niin sanottu EPRA- (operatiivinen) tulos, jossa tilikauden tuloksesta on oikaistu pois kaikki yhtiön operatiiviseen liiketoimintaan kuulumattomat erät, kuten kiinteistöjen käyvän arvon muutokset sekä niiden myyntivoitot ja -tappiot (Pulkkinen, 2018). Kaikki tutkimuksen yhtiöt eivät kuitenkaan ilmoita EPRA-tulostaan. Lisäksi EPRA-tulos kuvastaa enemmän yhtiön jatkuvien liiketoimintojen muodostamaa tulosta kertoen kuinka vakaalla pohjalla yhtiön ydinliiketoiminta on, kun siitä on oikaistu pois kaikki yhtiön operatiiviseen liiketoimintaan kuulumattomat erät. Tässä tutkimuksessa halutaan tarkastella yksistään sijoituskiinteistöjen realisoitumattomien arvomuutosten muodostamaa tulosvaikutusta, joten lasken operatiivisen tuloksen yksinkertaistetulla kaavalla (4), jossa tilikauden tuloksesta oikaistaan pois ainoastaan sijoituskiinteistöjen käyvän arvon muutokset ja tämä jaetaan tilikauden voiton itseisarvolla. Valittu tapa ei huomioi muita tulokseen vaikuttavia kertaluonteisia eriä, mutta tutkielman kannalta niiden vaikutus jäänee pieneksi, sillä päähuomio halutaan kohdistaa nimenomaan sijoituskiinteistöjen käyvän arvon muutosten tulosvaikutukseen. Nimittäjänä olevan tilikauden voiton on oltava itseisarvona, sillä muuten tilanteessa, jossa tilikauden kirjjanpidollinen tulos on negatiivinen, mutta ilman arvonalentumiskirjauksia tulos olisi ollut positiivinen, kaava näyttää negatiivista lukua, vaikka yhtiön perusliiketoiminta on kannattavaa. Myöskin tilanteessa, jossa sekä tilikauden voitto että operatiivinen tulos ovat negatiivisia kaava näyttäisi positiivista lukua eli kuvastaisi hyvää, vaikka yhtiön toiminta ei ole kannattavaa.

$$\text{Operatiivinen tulos} = \frac{\text{tilikauden voitto} - \text{sijoituskiinteistöjen käyvän arvon muutos}}{|\text{tilikauden voitto}|} \times 100 \% \quad (4)$$

Jos operatiivinen tulos on yli 100% tarkoittaa se sitä, että yhtiö on kirjannut tilikauden aikana sijoituskiinteistöjen arvonalentumista tulokseensa, jolloin yhtiön tulos olisi ollut paljon vahvempi ilman sijoituskiinteistöjen arvonalentumista. Näissä tilanteissa tämän tutkielman näkökulmasta riski sille, että realisoitumattomia arvonnousuja kirjattaisiin aggressiivisesti tai että niitä maksettaisiin osinkoina ulos, ei toteudu, koska kyseisinä vuosina on kirjattu sijoituskiinteistöjen arvonalentumista, joka vähentää tilikauden tulosta sekä osingonjakovaraa, ja on näin ollen arvostusriskiä laskeva toimenpide. Sen sijaan mitä pienempi luku on, sitä suurempi osa tilikauden tuloksesta on peräisin realisoitumattomista arvonnousuista. Jos operatiivinen tulos on negatiivinen, tarkoittaa se sitä, että yhtiön todellinen liiketoiminta on tuottanut vuoden aikana tappiota, yhtiön kassavirta on ollut negatiivista ja tilikauden tulos on muuttunut positiiviseksi ainoastaan realisoitumattomien arvonnousujen ansiosta. Näissä tilanteissa yhtiön perusliiketoiminnan kannattavuutta voidaan pitää erittäin heikkona, sillä se tuottaa tappiota ja riski tutkimuskysymyksen toteutumiselle kasvaa.



Kuvio 11 Operatiivisen tuloksen osuus tilikauden aikaisesta voitosta tutkimuksen asuntosijoitusyhtiöiden osalta, jotka soveltavat käyvän arvon mallia. Kuvion luettavuuden vuoksi kuvion pienin arvo on rajattu -200%:iin, minkä seurauksena H&R Propertiesin vuoden 2017 (269,8%) ja Huhtanen Capitalin vuoden 2018 operatiivinen tulos (-373,1%) eivät näy kuviossa.

Kuviosta 11 näkee selvästi, milloin Sato, Kojamo, Huhtanen Capital ja Investors House ovat alkaneet soveltamaan käyvän arvon mallia, sillä sitä ennen operatiivinen tulos on tasan 100%. Suurilla asuntosijoittajilla Satolla ja Kojamolla operatiivinen tulos on

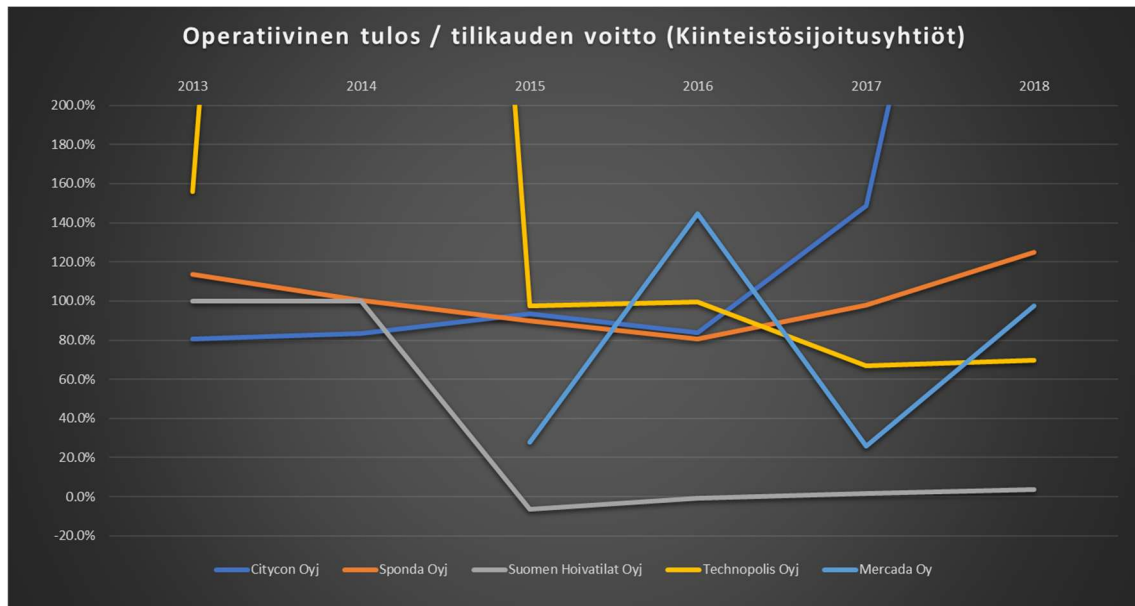
asettunut viimeisinä vuosina noin 40-50% tuntumaan. Investors Housen ensimmäisenä käypää arvoa käyttämäänsä vuonna (2015) operatiivinen tulos oli vain 0,3%, samalla kun se kirjasi yli 50% sijoituskiinteistöjen arvonnousun, mutta tämän jälkeen myös sillä operatiivinen tulos on asettunut 40-50% välille. Huhtanen Capitalin kuvio sen sijaan kertoo karua tarinaa. Yhtiön operatiivinen tulos ei ole ollut yhtenäkkään vuonna voitollinen, kun se on käyttänyt käyvän arvon mallia. Tilinpäätöstiedoista ilmenee, että yhtiön on esittänyt vuosina 2015 – 2018 kuitenkin selvästi voitollisen tuloksen, mikä on täysin suurten realisoitumattomien arvonnousujen ansiota. Vuonna 2018 yhtiön operatiivinen tulos oli pahasti tappiollinen -373,1% (-4,8 miljoonaa euroa), mutta se kirjasi arvonnousua 6,1 miljoonaa euroa, jolloin sen kirjanpidollinen tulos näytti 1,3 miljoonaa euroa voittoa.

Toinen heikkoa operatiivista tulosta tahkonnut yhtiö on Ovaro Kiinteistösijoitus, jonka operatiivinen tulos vuosina 2013 – 2015 oli nollan tuntumassa tai hieman negatiivinen, eli tilikauden voitto perustui täysin kirjanpidollisiin arvonnousuihin. Vuonna 2016 operatiivinen tulos oli peräti 39,2% miinuksella, mutta arvonnousujen ansiosta kirjanpidon tulos nousi positiiviseksi. Vuonna 2017 operatiivinen tulos nousi voitolliseksi (16,2%), mutta vuonna 2018 se painui taas negatiiviseksi (-16,8%).

Huomionarvoista on myös se, että jos OLO Asunnot 4:n vuoden 2017 operatiivinen tulos jätetään huomioimatta niin kaikkien Round Hill Capitalin hallinnoimien OLO Asunnot 1-5:n operatiiviset tulokset ovat olleet vuosina 2017 – 2018 reilusti negatiiviset (yli -20%). Samaan aikaan yhtiöt ovat kirjanneet huomattavan suuria arvonnousuja, kuten edellä kappaleessa 5.4 analysoitiin. Tilinpäätöstietojen perusteella operatiiviset tulokset ovat olleet selkeästi tappiollisia, mutta massiivisten sijoituskiinteistöjen arvonnousujen johdosta tilikausille on kirjattu voitollinen tulos. Myös H&R Propertiesin tilikausien 2017 – 2018 operatiivinen tulos on ollut tappiollinen.

Kuviossa 12 on esitetty operatiivinen tulos kiinteistösijoitusyhtiöiden osalta. Erona asuntosijoitusyhtiöihin kuviossa esiintyy useita yli 100% arvoja, eli kiinteistösijoitusyhtiöt ovat joutuneet kirjaamaan myös arvonnousuja tarkastelujakson aikana tulokseensa, koska arvonnousujen vuoksi tilikauden kirjanpidollinen tulos jää pienemmäksi kuin mitä operatiivinen tulos on. Riskinäkökulmasta ainoastaan Suomen Hoivatilat kiinnittää huomiota, sillä vuodesta 2015 alkaen, kun yhtiö siirtyi käyttämään käyvän arvon mallia, sen operatiivinen tulos on ollut nollan tuntumassa jokaisena vuonna. Yhtiön tilinpäätöstiedoista käy ilmi, että yhtiön tilikauden voitto on samaan aikaan ollut

vuosina 2015 – 2018 useita kymmeniä miljoonia euroja voitollinen, joten käytännössä vuodesta 2015 eteenpäin Suomen Hoivatilojen voitto on perustunut täysin realisoitumattomiin arvonnousuihin.



Kuvio 12 Operatiivisen tuloksen osuus tilikauden aikaisesta voitosta tutkimuksen kiinteistösijoitusyhtiöiden osalta, jotka soveltavat käyvän arvon mallia. Kuvion luottavuuden vuoksi kuvion suurin arvo on rajattu 200%:iin, minkä seurauksena Technopoliksen vuoden 2014 (1259,3%) ja Cityconin vuoden 2018 operatiivinen tulos (530,7%) eivät näy kuviossa.

Myös Mercadan operatiivinen tulos on ollut vuosina 2015 sekä 2017 melko matala alle 30%, mutta muuten tutkimuksen kiinteistösijoitusyhtiöiden operatiiviset tulokset ovat kokonaisuudessaan paremmalla tasolla kuin tutkimuksen asuntosijoitusyhtiöiden.

Yhteenvetona voidaan todeta, että yhdenkään Suomen merkittävimmän ja suurimman asunto- tai kiinteistösijoitusyhtiön operatiivinen tulos ei ollut tarkastelujakson aikana hälyttävän alhaisella tasolla. Suomen Hoivatilat (tasearvo 247 milj. euroa) ja Ovaro Kiinteistösijoitus (tasearvo 200 milj. euroa) ovat suurimmat tutkimuksen yhtiöistä, joiden operatiivisen tuloksen kestävyys herättää kysymyksiä. Muita huonon operatiivisen tuloksen omaavia yhtiöitä ovat Huhtanen Capital, H&R Properties sekä kaikki Round Hill Capitalin hallinnoimat OLO Asunnot 1-5.

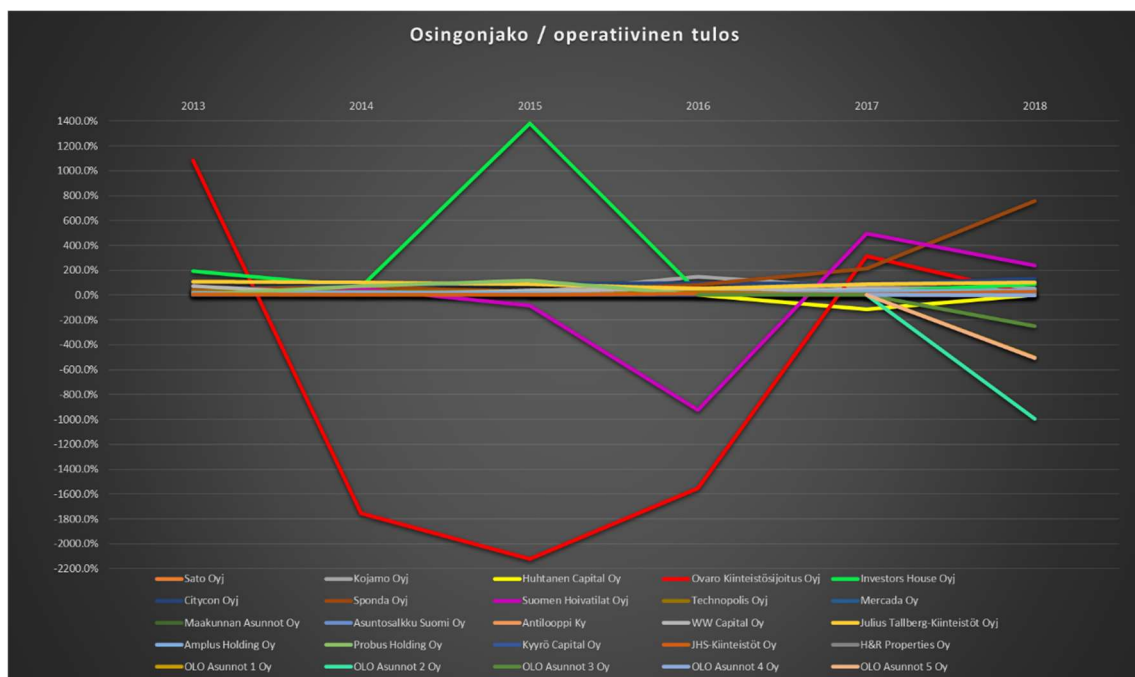
5.6 Osingonjaon suhde operatiiviseen tulokseen

Tässä kappaleessa analysoidaan kolmen eri kuvion avulla sitä, että maksavatko yhtiöt realisoitumattomia arvonnousuja osinkoina ulos. Analyysia varten yhtiön tilinpäätöksessä ilmoitettu tilikauden aikana maksettu osinko suhteutetaan yhtiön tilikauden operatiiviseen tulokseen. Kuten edellä kappaleessa 5.5. kerrottiin, niiden yhtiöiden osalta, jotka käyttävät edelleen hankintamenomallia operatiivinen tulos on sama kuin tilikauden tulos, koska ne eivät kirjaa sijoituskiinteistöjen arvonneutoksia. Tutkielmaa varten on täytynyt tehdä valinta, minkä vuoden osinko tilikauden tulokseen suhteutetaan. Käytännössähän tilikauden tuloksen perusteella määräytyy maksettavaksi vasta seuraavan tilikauden osingot, kun taas tilikauden aikana maksettavat osingot perustuvat edellisen tilikauden tulokseen. Tässä tutkimuksessa on päädytty suhteuttamaan tilikauden aikana maksettu osinko kyseisen tilikauden tulokseen, koska näin saadaan yksi vuosi (2018) lisää tutkimukseen, sillä tilikauden 2019 aikana maksetuista vuoden 2018 tulokseen perustuvista osingoista ei ole saatavilla tietoa kaikkien yhtiöiden osalta tämän tutkielman tekohetkellä. Toisekseen olen suhteuttanut tilikauden aikana maksetut osingot myös edellisen tilikauden operatiiviseen tulokseen ja muodostanut tästä datan sekä vastaavat kuviot, jotka esitetään tämän tutkielman liitetiedoissa (Liite 1). Koska myös näistä ”yhdellä vuodella myöhäistetyllä osingonmaksulla” lasketuista kuvioista erottuvat samat yhtiöt kuin kuvioista, jotka on muodostettu suhteuttamalla osinko kyseisen vuoden operatiiviseen tulokseen, olen päättänyt esittää ja analysoida tässä kappaleessa vain jälkimmäiset kuviot, perustuen edellä mainittuihin seikkoihin. Lisäksi kyseessä on kvalitatiivinen tutkimus, joten laadullista näkökulmaa voi analysoida sanallisesti, minkä vuoksi viitataan liitteenä 1 oleviin kuvioihin muutaman kerran paremman kokonaiskuvan saamiseksi.

Yhtiön voidaan sanoa jakavan realisoitumattomia arvonnousuja ulos osinkoina silloin, kun osingonjaon suhde operatiiviseen tulokseen on yli 100% tai kun suhdeluku on negatiivinen. Ensimmäisessä tilanteessa yrityksen operatiivinen tulos on voitollinen, jolloin se maksaa sen kokonaan osinkoina ja vielä enemmänkin, jolloin jos yhtiö on kirjannut tilikauden aikana sijoituskiinteistöjen arvonnousua, maksaa se näitä realisoitumattomia arvonnousuja osinkoina. Jos yhtiö ei ole kirjannut tilikauden aikana arvonnousuja, maksaa se ylimenevää osinkoa edellisten vuosien voittovaroista. Suhdeluvun ollessa negatiivinen yhtiön osingonmaksun perusteet tulee tutkia vielä tarkemmin, sillä operatiivinen tulos on

tappiollinen, mistä huolimatta se silti jakaa osinkoa. Tämän tutkielman yhtiöistä, joiden osingonjako ylittää selvästi operatiivisen tuloksen, lähes kaikilla ylimenevä osa koostuu realisoitumattomista arvonnousuista.

Kuviosta 13 muista erottuvat yhtiöt ovat Ovaro Kiinteistösijoitus, Investors House, Suomen Hoivatilat, Sponda sekä OLO Asunnot 2, 3 ja 5. Ovaro Kiinteistösijoitus on maksanut vuosina 2013 – 2017 huomattavasti operatiivista tulostaan enemmän osinkoa, mikä johtuu sen asemasta REIT-yhtiönä kyseisinä vuosina. Vuosina 2014 – 2016 yhtiön operatiivinen tulos on ollut tappiollinen jokaisena vuonna useita satoja tuhansia euroja, mistä huolimatta yhtiö on maksanut osinkoja vuosittain 4,6 – 8,9 miljoonaa euroa. Samaan aikaan yhtiö on kirjannut lähes osingonmaksun suuruisia arvonnousuja sijoituskiinteistöille, joten on täysin yksiselitteistä, että yhtiö on maksanut tulouttamansa arvonnousut kokonaisuudessaan heti osinkoina. Koska yhtiön operatiivinen liiketoiminta ei ole tuottanut juurikaan rahaa yhtiön kassaan, on osingonmaksu tapahtunut pääasiassa velkarahalla. Vuonna 2018 yhtiö ei maksanut enää lainkaan osinkoa.



Kuvio 13 Osingonjaon suhde yhtiön operatiivisesta tuloksesta.

Investors Housen osingonjako on ollut vuotta 2013 (194,9%) ja 2015 (1381,8%) lukuun ottamatta alle operatiivisen tuloksen. Tilinpäätöstiedoista ilmenee, että yhtiö on maksanut vuosina 2013 – 2015 tasaista vuosittaista 152 tuhannen euron osinkoa riippumatta

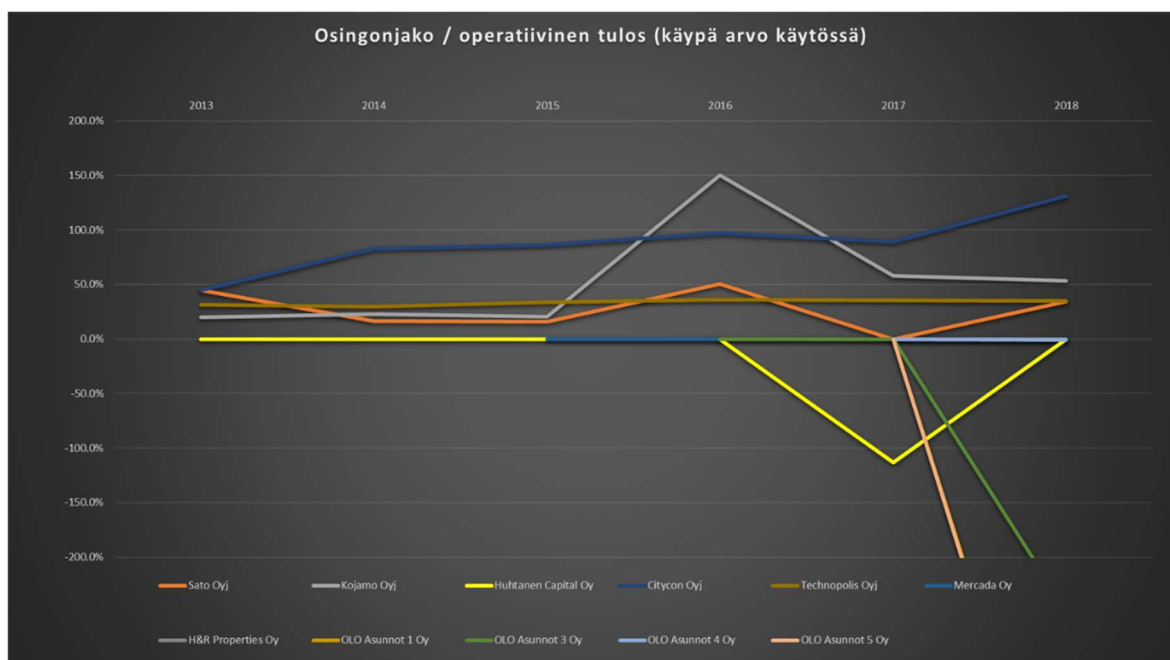
operatiivisen tuloksen tai tilikauden voiton suuruudesta. Vuodesta 2016 alkaen osingon määrä on kasvanut vakaasti samalla kun operatiivinen tuloskin on kasvanut. Vuoden 2015 hyppäys kuviossa johtuukin täysin kyseisen vuoden heikosta operatiivisesta tuloksesta sekä yhtiön tasaisesta osingonmaksupolitiikasta ja yhtiön voidaan katsoa maksaneen osinkoina edellisten tilikausien voittovaroja eikä realisoitumattomia arvonnousuja.

Suomen Hoivatilat jakoi vuosina 2013 ja 2014 osinkoina vain pienen osan operatiivisesta tuloksestaan (21,7% ja 50,7%). Siirryttyään soveltamaan käyvän arvon mallia vuodesta 2015 alkaen, on osingonjako ylittänyt operatiivisen tuloksen jokaisena vuonna 2015 – 2018 (-81,0%, -923,2%, 497,4% ja 240,3%). Myös osinkojen rahallinen määrä on kasvanut samaan aikaan hyvin voimakkaasti, jääden silti reilusti alhaisemmiksi, kuin arvonnousuista vuosittain kirjatut voitot, jotka nekin ovat kasvaneet järjestään. Trendi on selkeä, yhtiö on kirjannut vuoden 2015 jälkeen yhä suurempia sijoituskiinteistöjen arvonnousuja ja maksanut operatiivista tulostaan enemmän osinkoja, joten on selvää, että osinkoja on maksettu pitkälti arvonnousujen mahdollistaman kirjanpidollisen voiton kautta.

Spondan käyrästä erottuu, että vuosina 2017 ja 2018 osingonjako on ylittänyt reilusti operatiivisen tuloksen (213,1% ja 759,5%), kun se vuosina 2013 – 2016 on vaihdellut 26-85% välillä. Operatiivinen tulos on vaihdellut vuosittain, mutta osinkojen määrät ovat kasvaneet paljon vauhdikkaammin, mikä selittää Spondan nousevaa käyrää. Erona aikaisempiin yhtiöihin on, että Sponda on kirjannut vuosittain vain muutamien miljoonien suuruisia niin arvonnousuja kuin -laskujakin suhteessa osingonjakoihin, jotka ovat vaihdelleet vuosittain 48 – 467 miljoonan euron välissä, joten vaikka osingonjako suhteessa operatiiviseen tulokseen on lisääntynyt, ei se ole peräisin realisoitumattomista arvonnousuista. Vuosina 2013 – 2016 Spondalle kertyi vuosittain taseelle voittovaroja kymmeniä miljoonia euroja osingonmaksun jälkeen, joten todennäköisesti vuosien 2017 ja 2018 osingonmaksut perustuvat pitkälti taseen edellisten tilikausien voittovaroihin.

Kuviosta 14 poikkeavina erottuvat vielä Citycon, Kojamo, Huhtanen Capital sekä OLO Asunnot 1, 3 ja 5. Cityconin osalta käyrä on tasainen, mutta trendi hieman nouseva. Vuosina 2013 – 2017 osinkoja on jaettu 45-93% suhteessa operatiiviseen tulokseen ja vuonna 2018 yli 131%. Tarkempi tilinpäätöslukuihin perehtyminen kertoo, että osingonjako on pääsääntöisesti kasvanut vuosi vuodelta ja nopeammin kuin operatiivinen tulos. Yhtiö ei kuitenkaan ole kirjannut kovin suuria vuotuisia arvonnousuja ja vuonna 2018 se joutui kirjaamaan peräti 71,5 miljoonaa euroa sijoituskiinteistöjen arvonalaskua, mikä laski

operatiivista liikevoittoa kyseisenä vuonna ja selittää vuoden 2018 poikkeavan osingonjaon suhteen operatiiviseen tulokseen. Yritykset pyrkivät usein vakaaseen ja ennustettavaan osingonmaksupolitiikkaan (Shevlin 1982; DeAngel, DeAngelo & Skinner, 1992). joten luultavasti Citycon ei ole halunnut leikata osinkojaan yhden poikkeuksellisen vuoden takia, vaan operatiivisen osingonjaon ylittävä osa perustuneekin edellisten tilikausien ylijäämään. Yhdellä vuodella myöhäistetyllä osingonjaolla mitattaessa graafi muuttaa hieman muotoaan ja osingonjako ylittää operatiivisen tuloksen niukasti vuosina 2014 ja 2015. Maltillinen ylitys viittaa edelleen siihen, että yhtiö ei yritä maksaa realisoitumattomia arvonnousuja osinkoina vaan ylitykset johtuvat osingonjakopolitiikasta ja edellisten tilikausien ylijäämistä.



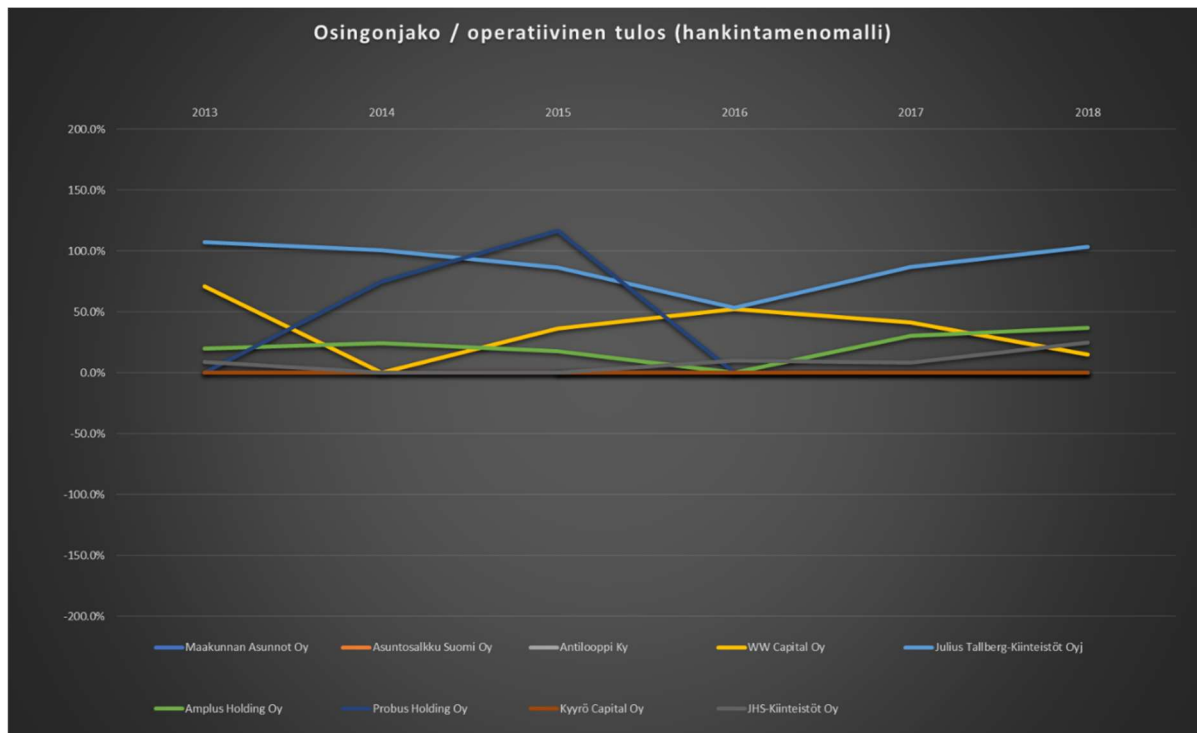
Kuvio 14 Osingonjaon suhde yhtiön operatiivisesta tuloksesta käyvän arvon mallia käyttävien yhtiöiden osalta. Kuvioista jätetty pois Ovaro Kiinteistösijoitus, Investors House, Suomen Hoivatilat, Sponda sekä OLO Asunnot 2 kuvion luettavuuden vuoksi, sillä kyseisten yhtiöiden graafit eivät osuisi tämän kuvion arvojen sisään.

Kojamo on jakanut muuten hyvin maltillisesti osinkoja (vaihteluväli 20-58%), mutta vuonna 2016 osingonjako oli yli 150% operatiivisesta tuloksesta. Myöhäistetyllä aineistolla osingonjako ei ylitä kertaakaan operatiivista tulosta (vuonna 2015 kuitenkin 95%), mutta trendi näyttäytyy siinäkin nousevana. Yhtiö aloitti käyvän arvon mallin soveltamisen vuonna 2015. Samana vuonna se maksoi poikkeuksellisen paljon osinkoa, mutta tämän jälkeen osingonjako on palautunut pienemmäksi. Kirjanpitolain muutoksen jälkeen osingonjako suhteessa operatiiviseen tulokseen on kuitenkin lisääntynyt selkeästi.

Huhtanen Capital poikkeaa edellisistä yhtiöistä siinä, että se on maksanut osinkoa ainoastaan vuonna 2017 yhteensä 451 tuhatta euroa. Tilinpäätöslukujen tarkempi tutkimus paljastaa, että yhtiön operatiivinen tulos on vuosien 2013 – 2016 ajalta kumulatiivisesti 1,96 miljoonaa euroa tappiollinen ja vuonna 2017 operatiivinen tulos oli lisäksi 398 tuhatta euroa tappiolla, joten vuonna 2013 perustetun operatiivista tappiota tehneen yhtiön osingonjaon perusteet ovat hyvin hatarat. Vuodesta 2015 eteenpäin yhtiö alkoi sovelta-
maan käypiä arvoja kirjanpidossaan ja on kirjannut siitä lähtien vuosittain miljoonien edestä sijoituskiinteistöjen arvonnousua, minkä johdosta yhtiön tilikauden tulos on saatu näyttämään voitolliselta, kuten edellä kappaleessa 5.5 todettiin. Huhtanen Capitalin kohdalla on ilmiselvää, että vuoden 2017 osingonjako on perustunut täysin realisoitumattomien arvonnousujen varaan.

OLO Asunnot 1-5 eivät maksaneet vielä ensimmäisillä tilikausillaan 2017 osinkoja vaan niiden ainoat aineiston osingonmaksutiedot ovat vuodelta 2018. Osingonjaon suhde operatiiviseen tulokseen on jokaisen yhtiön osalta hälyttävä: OLO Asunnot 1 -499,6%, OLO Asunnot 2 -996,6%, OLO Asunnot 3 -248,4%, OLO Asunnot 4 -4,8% ja OLO Asunnot 5 -506,5%. Kuten kappaleessa 5.5 todettiin, näiden kaikkien yhtiöiden operatiiviset tulokset (pl. OLO Asunnot 4:n vuoden 2018 operatiivinen tulos) ovat olleet reilusti negatiivisia, mistä huolimatta ne ovat maksaneet useiden miljoonien edestä osinkoja vuonna 2018. Kyseiset yhtiöt ovat kirjanneet samaan aikaan erittäin suuria arvonnousuja tuloslaskelmalleen, joten osingot on maksettu kokonaan realisoitumattomista arvonnousuista.

Ero hankintamenomallia käyttäviin yhtiöihin on suuri (kuvio 15). Vain Probus Holding vuonna 2015 (116,5%) ja Julius Tallberg-Kiinteistöt vuosina 2013 (107,3%), 2014 (100,9%) ja 2018 (103,4%) ovat maksaneet vuotuista operatiivista tulostaan enemmän osinkoa. Julius Tallberg-Kiinteistöillä syynä ylityksiin ovat pyrkimykset vakaaseen osingonmaksupolitiikkaan, minkä vuoksi joinakin vuosina osinkoja maksetaan hieman edellisten tilikausien voittovaroistakin (Julius Tallberg-Kiinteistöt, 2018). Probus Holdingin kohdalla kyse on yksittäisestä vuodesta eikä yhtiö ole jakanut osinkoa muulloin kuin vuosina 2014 – 2015, vaikka yhtiö on ollut selvästi voitollinen. Muut hankintamenomallia käyttäneet yhtiöt joko eivät ole maksaneet osinkoa lainkaan tai ovat maksaneet osinkoa hyvin maltillisesti suhteessa operatiiviseen tulokseen.

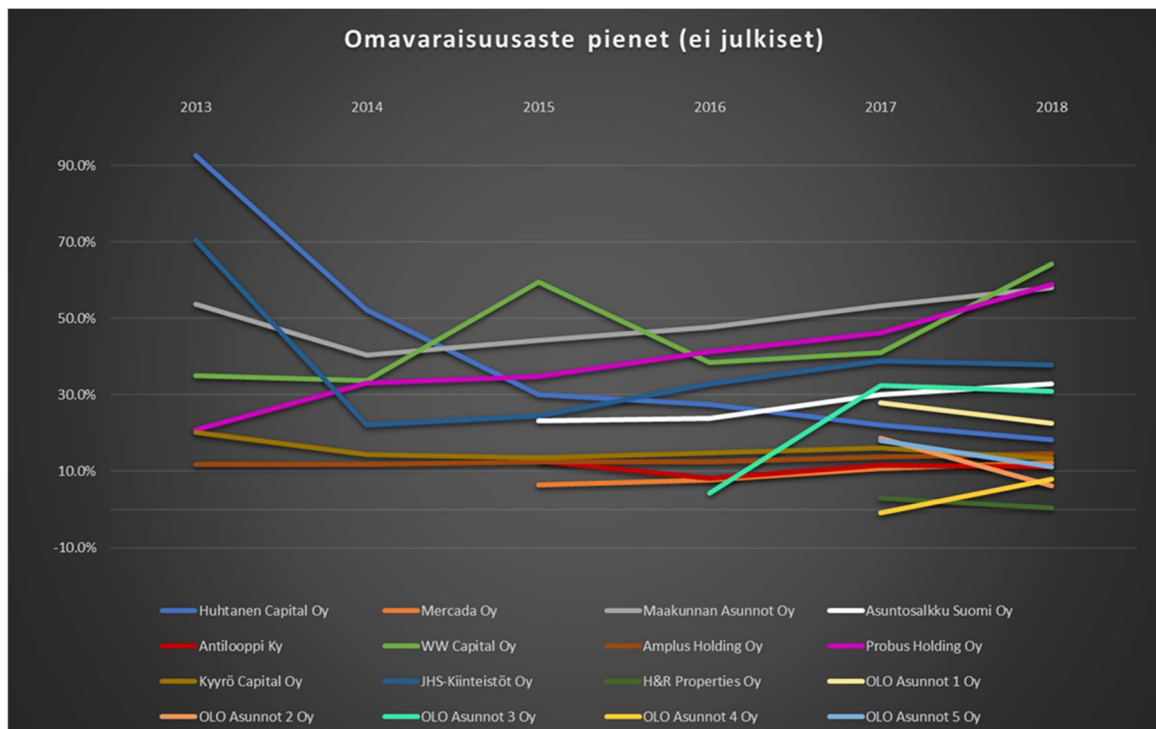


Kuvio 15 Osingonjaon suhde yhtiön operatiivisesta tuloksesta hankintamenomallia käyttävien yhtiöiden osalta.

Ero hankintamenomallia käyttävien ja käyvän arvon mallia käyttävien yhtiöiden välillä on suuri. Yhdenkään hankintamenomallia käyttäneen yhtiön osingonmaksupolitiikka ei antanut viitteitä kovin aggressiivisesta ja riskipitoisesta osingonmaksupolitiikasta, kun taas käypää arvoa käyttäneiden yhtiöiden keskuudesta esille nousi useampikin tällainen yhtiö. Etenkin Ovaro Kiinteistösijoitus, Huhtanen Capital sekä OLO Asunnot 1-5 ovat maksaneet osinkoja perustuen lähes yksinomaan sijoitusasuntojen realisoitumattomiin arvonnousuihin. Myös Suomen Hoivatilat on maksanut selvästi arvonnousuja osinkoina, mutta ei aivan yhtä aggressiivisesti kuin edelliset. Isoimmista kotimaisista asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiöistä yksikään ei osoittanut selviä viitteitä aggressiivisesta arvonnousuihin pohjautuvasta osingonmaksupolitiikasta, sillä Cityconin ja Spondan tapauksissakin tilinpäätöslukujen lähempi tarkastelu lopulta osoittaa yksittäisten vuosien operatiivista tulosta suurempien osinkojen perusutuvan edellisten tilikausien ylijäämiin.

5.7 Omavaraisuusasteen kehitys

Tutkielman viimeisen analysoitavan tunnusluvun, omavaraisuusasteen, avulla analysoidaan miten yhtiön oman pääoman ja vieraanpääoman osuus taseesta on tarkastelujakson aikana kehittynyt. Edellä kappaleessa 5.6 pohdittiin, että jos yritys maksaa realisoitumattomia arvonnousuja osinkoina, maksetaan osingot käytännössä velkarahalla, sillä arvonnousut eivät ole vielä tuottaneet yhtiölle rahavirtaa, jota voitaisiin käyttää osingonmaksuun. Tällöin yhtiön omavaraisuusaste saattaisi laskea, mutta ei välttämättä. Suurempi osa taseen omasta pääomasta koostuisi kirjanpidollisista realisoitumattomista arvonnousuista ja likvidi omapääoma vähenisi. Jos asuntojen hinnat laskisivat yhtäkkiä joutuisi yhtiö kirjaamaan suuria arvonalentumistappiota tulokselleen, jolloin omapääoma vähenisi nopeasti ja omavaraisuusaste laskisi. Tässä kappaleessa paneudutaan etenkin edellisissä kappaleissa esiin nousseisiin yhtiöihin.



Kuvio 16 Omavaraisuusasteiden kehitys pienten ei julkisten yhtiöiden osalta.

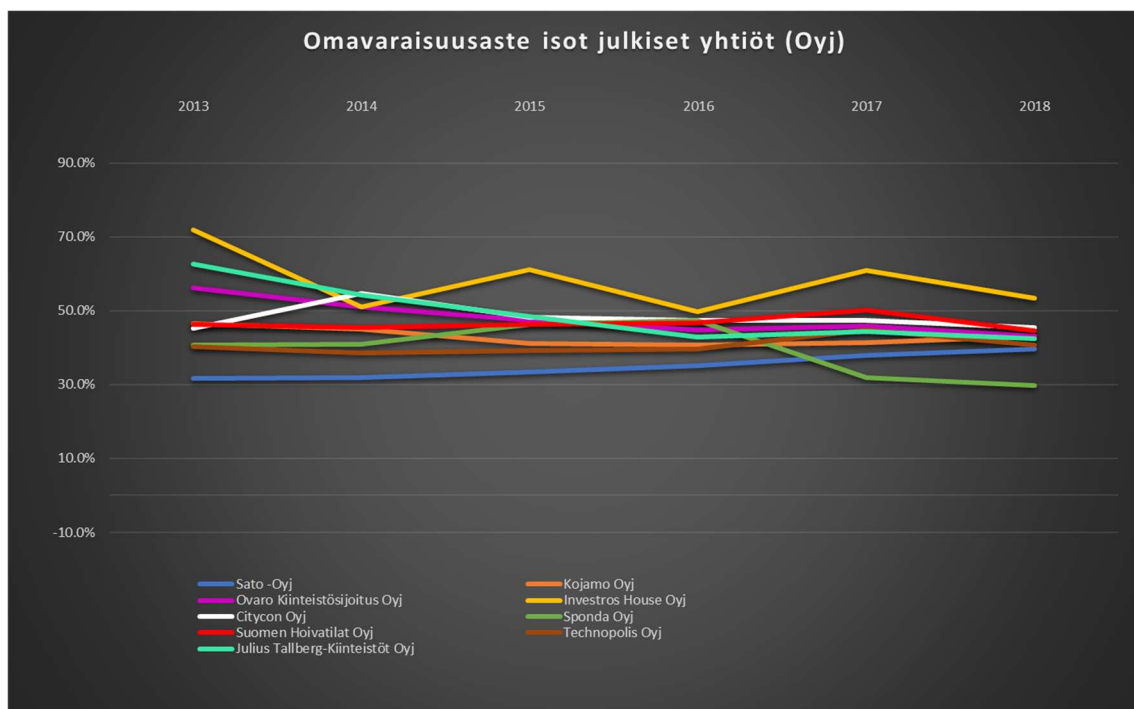
Kuviosta 16 negatiivisessa mielessä erottuu ensimmäisenä jälleen kerran Huhtanen Capital. Sen omavaraisuusaste on laskenut koko tarkastelujakson ajan ollen vuonna 2018 enää vain 18,3%. Kuten edellä on käynyt ilmi, yhtiön operatiivinen tulos on ollut vuotta 2014 lukuun ottamatta tappiollinen, vaikka tilikauden tulos on saatu arvonnousujen avulla

näyttämään voitolliselta, mikä on varmasti vaikuttanut omavaraisuusasteen laskuun. Omavaraisuusaste laski jo ennen kuin yhtiö vuonna 2015 siirtyi käyttämään käypää arvoa, joten suoraan ei voida vetää johtopäätöstä, että omavaraisuusasteen lasku johtuisi siitä. Realisoitumattomilla arvonnousuilla maksettu vuoden 2017 osinkokaan ei näyttäisi heikentävän omavaraisuusastetta erityisen dramaattisesti.

Toinen pieni yhtiö, jonka omavaraisuusaste on selvästi heikentynyt, on JHS-Kiinteistöt. Yhtiön omavaraisuusaste heikkeni tilikauden 2014 aikana 48 prosenttiyksikköä, mutta on tämän jälkeen kääntynyt nousutrendiin, joten viime vuosina kehitys on ollut positiivista. Muita omavaraisuusastetta selkeästi kasvattaneita yhtiöitä ovat WW Capital, Maakunnan Asunnot, Probus Holding sekä Asuntosalkku Suomi. Kaikki nämä yhtiöt soveltavat hankintamenomallia. Huomattavaa on, että usean pienen yhtiön omavaraisuusaste pyörii noin 5-20% välimaastossa. Havainto on linjassa Valtioneuvoston vuonna 2018 tekemän tutkimuksen kanssa, jonka mukaan pienten asutosijoitusyhtiöiden omavaraisuusaste on keskimäärin noin 50%, mutta hajonta joukon sisällä on erittäin laajaa, sillä usean pienen asutosijoitusyhtiön havaittiin käyttävän suurta velkavipua, jolloin niiden omavaraisuusaste oli kääntynyt kestävämmäksi, jopa negatiiviseksi (Valtioneuvosto, 2018, 53-55). Lisäksi kuvioista erottuvat vielä OLO Asunnot 1,2,3 ja 5, joiden omavaraisuusaste on laskenut tilikauden 2018 aikana, jolloin yhtiöt maksoivat aggressiivisesti osinkoa perustuen pelkästään kirjanpidon suuriin arvonnousuihin. Erona näihin OLO Asunnot 4 maksoi vuonna 2018 vain hyvin vähän osinkoa, vaikka senkin operatiivinen tulos oli negatiivinen. Yhtiön omavaraisuusaste ei heikentynyt vuoden 2018 aikana, vaan päinvastoin parani. Tosin vuonna 2017 omavaraisuusaste oli ollut negatiivinen, joten yhtiöllä ei liene ollut mahdollisuutta jakaa kovin paljoa osinkoa yhtiöoikeudellisista syistä johtuen. Selvästi niillä OLO Asunnoilla, jotka maksoivat realisoitumattomia arvonnousuja runsaasti osinkoina, omavaraisuusaste laski samaan aikaan.

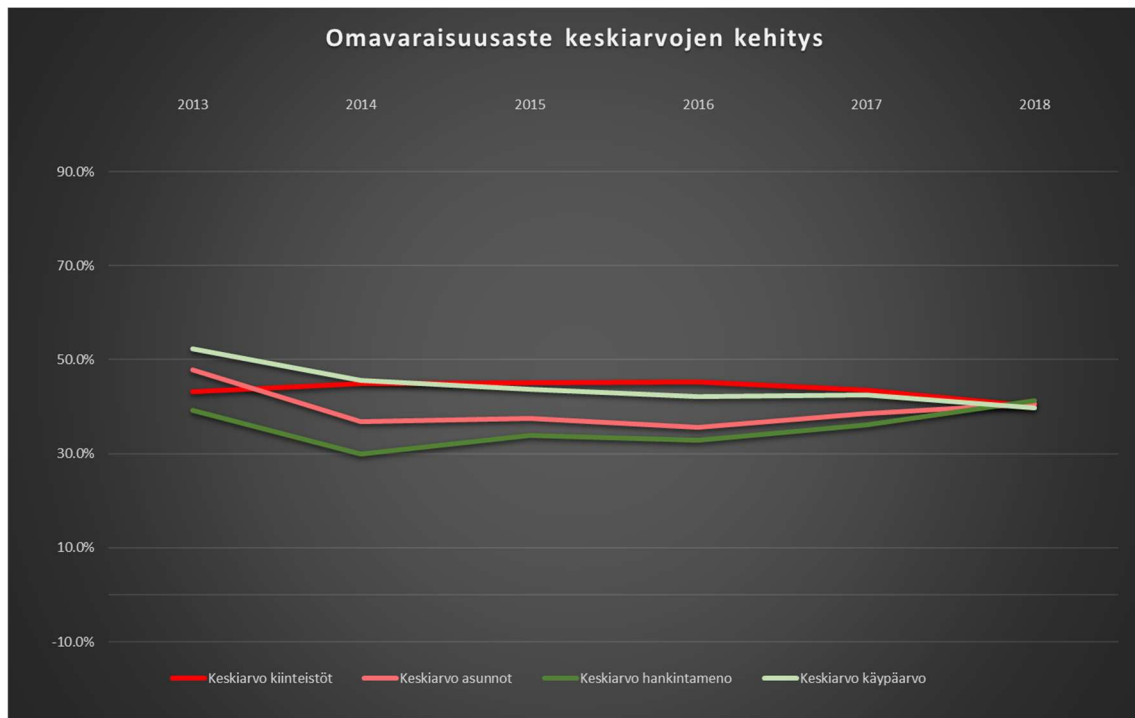
Kuviosta 17 nähdään, että isojen julkisten asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiöiden omavaraisuusasteissa on huomattavasti vähemmän hajontaa kuin pienten yhtiöiden, mikä on linjassa Valtioneuvoston (2018) asutosijoitusyhtiöiden velkaantuneisuutta tutkineen tutkimuksen havaintojen kanssa. Spondan vuoden 2018 omavaraisuusastetta (29,8%) lukuun ottamatta kaikilla muilla tutkimuksen suurilla yhtiöillä omavaraisuusaste on ollut aina yli 30%. Selitys tälle voi löytyä pankkien lainaehdoista, sillä pankit ja rahoittajat käyttävät usein omavaraisuusastetta yhtenä kovenanttiehtonaan ja isot julkiset yhtiöt normaalisti

joutuvat lainoittamaan suuresti omaa toimintaa kasvaakseen, joten kovenanttiehdot ovat niille hyvin yleisiä ja yhtiöt välttelevät niiden rikkoontumista viimeiseen saakka. Yleisesti yli 35% omavaraisuusastetta pidetään hyvänä ja 25-35% omavaraisuustasetta jo tyydyttävänä (Alma Talent, 2019), joten pankkien kovenanttiehdot voivat hyvinkin asettua tuolle välille. Vuonna 2013 hajonta yritysten kesken on ollut suurempaa, kun taas vuonna 2018 lähes kaikkien omavaraisuusasteet ovat asettuneet lähelle 40-45 prosenttia.



Kuvio 17 Omavaraisuusasteiden kehitys isojen julkisten yhtiöiden (Oyj) osalta.

Selkeää laskua omavaraisuusasteissa on havaittavissa Investors Housen, Julius Tallberg-Kiinteistöjen, Ovaro Kiinteistösjointuksen sekä Spondan kohdalla. Jokaisen näistä yhtiöistä todettiin kappaleessa 5.6 maksaneen vähintään kahtena vuonna osinkoja yli operatiivisen tuloksen. Saman teki Citycon vuonna 2018 ja lisäksi vuosina 2014 – 2017 yhtiö maksoi lähelle koko operatiivisen tuloksensa osinkoina. Cityconilla on nähtävissä hyvin pientä laskua omavaraisuusasteessa. Ainoa kappaleen 5.5. yli operatiivisen tuloksensa osinkoa maksaneista yhtiöistä, jonka omavaraisuusaste ei ole pienentynyt on Suomen Hoivatilat. Sen omavaraisuusaste on pysytellyt hyvin vakiona 45-50 prosentin välillä. Sato ja Technopolis ovat maksaneet vuosittain hyvin maltillisesti osinkoa suhteessa operatiiviseen tulokseen ja molempien omavaraisuusasteet näyttävät nousseen tarkastelujakson aikana.



Kuvio 18 Omavaraisuusasteen keskiarvoja

Omavaraisuusasteiden keskiarvoja (kuvio 18) asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiöiden välillä vertailtaessa ei ole nähtävissä mitään selkeää trendieroaa, vaikkakin jälkimmäisellä ryhmällä omavaraisuusaste on ollut hieman parempi vuosina 2014 – 2017. Sen sijaan, kun yhtiöt jaotellaan käypää arvoa tai hankintamenomallia käyttäviin yhtiöihin, havaitaan että käypää arvoa käyttävien yhtiöiden omavaraisuusaste on laskenut trendinomaisesti noin 13 prosenttiyksikköä, kun taas hankintamenomallia käyttävillä yhtiöllä se on ennemminkin hieman noussut. Vuodesta 2015 alkaen, kun moni yhtiö siirtyi käyttämään käyvän arvon mallia, ero näiden kahden ryhmän välillä on alkanut kaventumaan.

Vaikka tämän tutkimuksen yritysotoksen koko ei ole kovin suuri, eikä tilastollisesti merkitseviä tuloksia voida saada, kun kyseessä on kvalitatiivinen tutkimus, voidaan tutkimustuloksista vetää harkiten johtopäätös, että käyvän arvon mallia käyttävillä yhtiöillä omavaraisuusaste näyttäisi lähtevän herkemmin laskemaan kuin hankintamenomallia käyttävillä yhtiöillä, joilla omavaraisuusaste ennemminkin vahvistuu. Toinen tämän kapaleen tutkimustuloksista tehtävä johtopäätös on, että operatiivisen tuloksen ylittävien osinkojen maksamisella ja omavaraisuusasteen laskulla näyttäisi olevan yhteys toisiinsa. Sitä, minkä suuntainen ja kuinka vahva tämä yhteys on, ei pystytä tässä tutkimuksessa määrittelemään. Vaikuttaisi siltä, että nimenomaan operatiivisen tuloksen ylittävien osinkojen maksaminen altistaa omavaraisuusasteen laskulle. Lisäksi vaikuttaa siltä, että mitä

aggressiivisemmin yhtiö maksaa realisoitumattomia sijoituskiinteistöjen arvonnousuja osinkoina, sitä selkeämmin omavaraisuusaste on laskenut muihin verrokkiyhtiöihin verrattuna.

6 TUTKIMUSTULOSTEN ANALYSOINTI JA VERTAAMINEN AIEMPAAN KIRJALLISUUTEEN

Tässä kappaleessa analysoidaan tarkemmin yksittäisiä tuloksista negatiivisessa mielessä esille nousevia yhtiöitä kokonaisuutena kaikkien edellä mainittujen tutkimushavaintojen pohjalta ja laajennetaan analyysia mediassa esillä olleiden tietojen valossa. Tarkoituksena on muodostaa käsitys, mitä yhteistä tuloksista esiin nousevilla yhtiöillä on ja onko käyvän arvon mallilla kuviossa jokin rooli. Selkeimmin tutkimustuloksista erottuneet yhtiöt ovat: Huhtanen Capital, Ovaro Kiinteistösijoitus, Investors House, Suomen Hoivatilat sekä Round Hill Capitalin omistamat OLO Asunnot 1-5. Kappaleen loppupuolella pyritään muodostamaan käsitys tutkimuskysymykseen: Ovatko asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiöiden riskitasot kasvaneet käyvän arvon malliin siirtymisen myötä sekä määrittelemään tekijät, jotka tämän tutkimuksen silmin lisäävät asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiöiden riskitasoa. Tämän lisäksi tuloksia peilataan aiempaan kirjallisuuteen.

6.1 Yhtiökohtainen analyysi

Vuonna 2013 perustetun Huhtanen Capitalin taloudellinen kehitys on ollut tarkastelujakson aikana kaikista heikoin. Sen operatiivinen tulos on ollut vuotta 2014 lukuun ottamatta raskaasti tappiollinen, mutta sen kirjanpidossa esitetty tilikauden tulos on noussut reilusti voitolliseksi yhtiön siirryttyä arvostamaan sijoituskiinteistönsä käypään arvoon. Käytännössä yhtiön tuloksenteko vaikuttaisi rakentuneen pelkästään asuntojen arvonnousujen varaan. Jo kappaleessa 2.1.2 esitettiin yhtiön strategia, joka perustuu siihen, että yhtiö pyrkii ostamaan kohteita alle markkinahinnan, jolloin se voi heti asunnot ostettuaan arvostaa ne markkinahintaan ja kirjata arvonnousut tulosvaikutteisesti kirjanpitoonsa (Huhtanen, 2018). Yhtiö näyttää toteuttaneen strategiaansa, sillä se on kirjannut kaikista tutkimuksen yhtiöistä suurimpia arvonnousuja tarkastelujakson aikana. Heti ensimmäisenä käyvän arvon mallin vuonna 2015 se kirjasi yli 175% arvonnousun, vuonna 2016 lähes 60%, vuonna 2017 enää vain 4,8%, mutta vuonna 2018 taas 16% arvonnousun. Etenkin

vuosien 2015 – 2016 arvonnousut ovat niin valtavia ja ylittävät markkinoiden keskimääräisen hintojen nousun monikymmenkertaisesti, että ne herättävät ihmetystä. Operatiivisen tuloksen tappiollisuudesta huolimatta Huhtanen Capital jakoi vuonna 2017 osinkoa, joka on tutkimuksen tulosten valossa perustunut täysin realisoitumattomiin arvonnousuihin. Osinko on todennäköisesti maksettu velkarahalla, sillä yhtiön liiketoiminta ei ole tuottanut yhtiön toiminta-aikana lainkaan lisää rahavirtaa kassaan, päinvastoin tuhonnut sitä. Samalla Huhtanen Capitalin omavaraisuusaste on laskenut eniten kaikista tutkimuksen yhtiöistä vuoden 2013 yli 90 prosentista vuoden 2018 18,3 prosenttiin.

Kesken tämän tutkielman tekoprosessin Suomen mediassa uutisoitiin laajasti, kuinka Huhtanen Capital asetettiin konkurssiin 13.12.2019. Muun muassa Kauppalehti (12.12.2019) ja Helsingin Sanomat (14.12.2019) uutisoivat, kuinka yhtiö on houkutellessa viime vuosina sijoittajia lupaamalla heille epärealistisen korkeita tuottoja. Yhtenä suurena ajurina konkurssiin lehdet pitivät sitä, että yhtiö on kirjannut asuntojensa hintoja huomattavasti ostohintoja korkeammiksi, josta on syntynyt kirjanpidollista voittoa, mutta samaan aikaan yhtiön kassavirrat ovat olleet negatiivisia. Yhtiö on lisäksi operoinut korkealla velkavivulla. Samaan aikaan kun yhtiön kassa alkoi huveta, joutui se tekemään merkittäviä asuntojen arvonalennuksia aiemmin tekemiinsä suuriin arvonnousuihin, joka johti yhtiön kassa- ja rahoituskriisiin. (HS, 14.12.2019; Kauppalehti, 12.12.2019)

Tutkielman tulosten perusteella Huhtanen Capitalin taloudellinen kehitys näytti hälyttävältä koko tarkastelujakson ajan ja lisäksi yhtiön havaittiin käyttäneen käyvän arvon mallia aggressiivisesti hyväkseen sekä maksaneen osinkoja todennäköisesti velkarahalla. Juuri näitä samoja asioita on pidetty suurimpana syynä yhtiön konkurssiin (HS, 14.12.2019), mikä alleviivaa tässä tutkielmassa esitettyjen väitteiden paikkansa pitävyyttä sekä ajankohtaisuutta.

Toinen Huhtanen Capitalin kanssa lähes yhtä heikkoa operatiivista tulosta tehnyt yhtiö on Ovaro Kiinteistösijoitus. Sen operatiivinen tulos on ollut vuodet 2013 ja 2017 pois lukien selkeästi tappiollinen. Kuten edellä Huhtanen Capital myös Ovaro Kiinteistösijoitus on saanut kirjanpidollisen tuloksensa voitolliseksi suurten arvonnousukirjausten ansiosta, jotka sen on täytynyt tehdä vuosina 2013 – 2017 REIT-yhtiöitä koskevan lainsäädännön velvoittamana (Inderes, 2013). Kappaleessa 5.6 osingonjaon ja operatiivisen tuloksen suhdetta analysoitaessa vuosina 2013 – 2017 kaikkein selvimmin

sijoituskiinteistöjen realisoituneita arvonnousuja osinkoina on maksanut Ovaro Kiinteistösijoitus. Omavaraisuusaste on ollut lisäksi tasaisessa laskussa koko tarkastelujakson ajan.

Kuten kappaleessa 2.1.3 jo kerrottiin, Ovaro Kiinteistösijoitus ajautui vuonna 2017 paahan taloudelliseen kassakriisiin, joka johtui osittain siitä, että yhtiön liiketoimintastrategia perustui pitkälti tukkualennuksista saataviin tuloutettaviin arvonnousuihin, eikä asuntojen hinnat enää vuonna 2017 nousseetkaan niin paljoa kuin yhtiö oli odottanut. Se ei myöskään kyennyt löytämään haasteellisemmaksi muuttuneessa markkinatilanteessa yhtä tuottavia tukkualennuskohteita kuin aiemmin. Samaan aikaan yhtiön osingonjakopolitiikka oli ollut jo pitkään erittäin aggressiivista, kuten tämäkin tutkielma osoittaa. Yhtiön johdon kannustinjärjestelmän todettiin olleen sellainen, että se oli kannustanut yhtiön johtoa arvostamaan sijoituskiinteistöt jopa ylihintaan (Inderes, 2019a). Ilmiö ei valitettavasti ole uusi käyvän arvon maailmassa, että yrityksen johto pyrkii manipuloimaan arvioinnin kohteena olevan omaisuuden arvoa esimerkiksi valitsemalla heidän kannaltaan suotuisin malli käypien arvojen laskemiseksi, jotta päästään heidän haluamaansa tulokseen (Dietrich ym., 2000; Benston, 2006).

Vuonna 2018 Ovaro Kiinteistösijoituksen omistuspohja vaihtui, kun Investors House hankki 25,2% omistusosuuden yhtiöstä. Samalla yhtiön johto vaihdettiin, sen nimi muutettiin nykyiseen (ennen Orava Asuntorahasto) ja sen arvostamisperiaatteet päivitettiin, jonka seurauksena sijoituskiinteistöjen arvo laski peräti 4,7% (Inderes, 2019a, 11-12; Ovaro Kiinteistösijoitus, 2018).

Tämän tutkielman tuloksissa Ovaro Kiinteistösijoituksen kohdalla huomataan pientä muutosta parempaan tapahtuneen vuosien 2017 – 2018 välillä, kun yhtiö pidättäytyi osingonmaksusta vuonna 2018. Yhtiön omavaraisuusaste oli edelleen vuonna 2017 suhteellisen hyvä (45,9%), joten kun yhtiö ajautui samaan aikaan kassakriisiin, suuri osa omasta pääomasta on ollut sitoutuneena sijoitusasuntoihin, joihin on tehty markkinoiden hinnanousua suurempia arvonnousuja. Ilman vuonna 2018 tehtyjä rajuja muutoksia yhtiön johtokuntaan sekä yhtiön käyttämään käyvän arvon malliin, voidaan vahvasti epäillä, että yhtiö olisi mitä todennäköisimmin ollut matkalla kohti konkurssia.

Investors House nousi esille tutkimuksen tuloksissa kahteen otteeseen: vuonna 2015 se kirjasi yli 50% arvonnousun sijoituskiinteistöilleen ja samana vuonna se myös maksoi

moninkertaisesti operatiivisen tuloksensa verran osinkoa. Yhtiö siirtyi hankintamenomallista käyvän arvon malliin vuonna 2015, joten todennäköisesti suuren arvonnousun takana oli pitkältä ajalta peräisin ollut patoutunut arvonnousu, jonka yhtiö tuloutti kerralla, sillä jo seuraavina vuosina yhtiön kirjaamat arvonnousut olivat tavanomaisempaa tasoa. Kuten kappaleessa 5.6 todetaan, yhtiön operatiivinen tulos oli tavanomaista heikompi vuonna 2015, mutta koska sille oli kertynyt edellisinä vuosina ylijäämää ja yhtiö toteutti vakaata osingonmaksupolitiikkaa, aiheutti se vain yksittäisen tilastopiikin. Vuodesta 2016 eteenpäin, vaikka yhtiö on kirjannut keskimääräistä suurempaa arvonnousua (kuvio 10), se on jakanut vain pienen osan operatiivisesta tuloksestaan osinkoina. Lisäksi yhtiön operatiivinen tulos on ollut läpi tarkastelujakson positiivinen ja sen omavaraisuusaste tutkimuksen yhtiöistä keskimäärin kaikkein korkein. Näin ollen yhtiön siirtyminen soveltamaan käyvän arvon mallia ei näyttäisi kasvattaneen sen konkurssiriskiä. Oletettavasti yhtiön johto ymmärtää käyvän arvon mallin väärinkäytön riskit, sillä kuten edellä todettiin, Investors Housen tullessa Ovaro Kiinteistösijoituksen suuromistajaksi, se vaihtoi Ovaro Kiinteistösijoituksen johdon sekä uudisti yhtiön sijoituskiinteistöjen arvostamismallin maltillisemmaksi.

Suomen Hoivatilat erottautuu tutkimustuloksista sillä, että se on siirryttyään käyvän arvon mallin käyttöön vuonna 2015, kirjannut jatkuvasti huomattavan korkeita vuosittaisia arvonnousuja. Yhtiö on erikoistunut päiväkotijä ja hoivakiinteistöjen tuottamiseen, omistamiseen sekä vuokraamiseen ja sille on valmistunut vuosina 2016 – 2018 kymmeniä uusia päiväkotijä ja hoivakiinteistöjä. Oletettavasti yhtiö on itse ollut strategiansa mukaisesti mukana rakennuttamassa näitä kiinteistöjä, jolloin yhtiölle kohdistuvat hankintakustannukset lienevät halvemmat, kuin jos kiinteistö ostettaisiin suoraan markkinoilta. Suomen Hoivatilojen operatiivinen tulos on ollut vuodesta 2015 eteenpäin nollan tuntumassa, mutta tilikauden kirjanpidollinen voitto on ollut samaan aikaan kymmeniä miljoonia euroja, mikä näyttäisi tämän tutkimuksen valossa olevan peräisin lähes yksistään merkittävistä arvonnousukirjauksista. Yhtiön osingonmaksupolitiikka näyttää muuttuneen radikaalisti sen alettua arvostamaan sijoituskiinteistönsä käypään arvoon. Ennen vuotta 2015 yhtiö jakoi maksimissaan puolet operatiivisesta tuloksestaan osinkoina, mutta vuodesta 2015 eteenpäin se on maksanut moninkertaisesti operatiivista tulosta enemmän osinkoja, eli yhtiön osingonmaksu on pohjautunut vuoden 2015 jälkeen kokonaan realisoitumattomiin arvonnousuihin. Yhtiön omavaraisuusaste on kuitenkin pysytellyt koko tarkastelujakson hyvin vakaana 45-50 prosentin välillä, mikä poikkeaa selvästi Huhtanen

Capitalista ja Ovaro Kiinteistösijoituksesta, vaikka näiden kaikkien yhtiöiden operatiiviset tulokset ovat olleet erittäin heikkoja, kaikki ovat kirjanneet prosentuaalisesti suuria arvonnousuja sekä maksaneet osinkoja perustuen arvonnousuihin. Selitys löytyy, kun suhteuttaa osingonjaon vuotuisen käyvän arvon nousuun tai tilikauden voittoon. Suomen Hoivatilat on kyllä maksanut reilusti operatiivista tulostaan suurempia osinkoja, jotka ovat perustuneet realisoitumattomiin arvonnousuihin, mutta se on maksanut vain noin alle 10% vuotuisesta realisoitumattomasta arvonnoususta osinkoina, jolloin loppu 90% on kirjattu tilikauden voitoksi nostamaan oman pääoman arvoa. Ovaro Kiinteistösijoitus sen sijaan maksoi hyvin lähelle kaiken realisoitumattoman arvonnousun ja tilikauden voiton osinkoina, jolloin mitään ei jäänyt jäljelle kasvattamaan oman pääoman erää. Vaikka Suomen Hoivatilojen omavaraisuusaste on säilynyt vahvana, ei sen liiketoiminta ole tuonut paljoa kassavirtaa, joten osinkojen maksun on täytynyt tyhjentää sen kassaa viime vuosina. Julkisuuteen ei kuitenkaan ole tullut tietoja, että yhtiö kärsisi kassakriisistä, kuten edellä Huhtanen Capital ja Ovaro Kiinteistösijoitus, joten oletettavasti yhtiön kassa on edelleen riittänyt tai se on vahvistanut kassansa rahalainoin.

Suomen suurin ulkomainen asuntosijoittaja, Round Hill Capital hallinnoi viittä Suomessa omistamaansa asuntosijoitusyhtiötä (OLO Asunnot 1-5), jotka omistavat laajasti asutuskokonaisuuksia sekä kasvukeskuksista, että myös syrjäseuduilta (HS, 21.9.2019), mikä voidaan nähdä kappaleen 2.4 tietojen valossa erittäin riskialttiina. Yhtiön omistamat OLO Asunnot 1-5 (jatkossa tässä tutkielmassa näistä yhtiöistä puhutaan yleistäen yhtenä, nimellä OLO Asunnot) on perustettu vuosina 2016 – 2017, joten niistä on saatavilla tutkimukseen aineistoa vain kahdelta vuodelta. Tulokset, jotka aineistosta saadaan kahden vuoden osalta, näyttävät erittäin hälyttäviltä verrattuna jopa edellä analysoituihin yhtiöihin nähden. OLO Asunnot nousevat jokaisessa tutkimuksen osa-alueessa esille negatiivisessa mielessä. Ensinnäkin yhtiöt ovat kirjanneet lähes poikkeuksetta kymmenien prosenttien vuotuisia arvonnousuja vuosina 2017 – 2018. Toiseksi niiden operatiivinen tulos on ollut vuosittain keskimäärin yli 20% tappiollinen, mutta massiivisten arvonnousukirjausten ansioista kirjanpidon tulos on saatu näyttämään useita miljoonia voittoa. Osinkoa yhtiöt ovat maksaneet vasta kerran, vuonna 2018, mutta osingonjaon suhde operatiiviseen tulokseen on hälyttävä, kuten kappaleessa 5.7 tarkemmin eritellään. OLO Asunnot näyttäisivät pyrkineen maksamaan lähes kaiken kirjanpidollisesti jaettavissa olevan tuloksen osinkoina, eli toisin sanoen ne ovat maksaneet kirjaamansa huomattavan suuret sijoituskiinteistöjen arvonnousut osinkoina. Samaan aikaan niiden liiketoiminnan kassavirta on

ollut negatiivinen, eli kassaa kuluttava, joten osinkojen maksu on entisestään kutistanut kassaa, ja se näyttäisi tapahtuneen käytännössä velkarahalla. Kaiken lisäksi yhtiöiden omavaraisuusasteet ovat keskimäärin tutkimuksen yhtiöistä heikoimmat vaihdellen -0,8 – 32,5 prosentin välillä ollen usealla vain noin 10 prosentin luokkaa. Omavaraisuusasteet myös laskivat reilusti suurten osingonmaksujen myötä. Tämä on linjassa edellä esitettyyn, että kun yhtiö 1) maksaa osinkoja yli operatiivisen tuloksensa ja 2) maksaa suuren osan realisoitumattomasta arvonnoususta osinkoina, sen omavaraisuusaste vaikuttaisi laskevan.

OLO Asuntojen tilanne näyttää tämän tutkimuksen valossa erittäin tukalalta. Yhtiön harastaman sekä aggressiivisen asuntojen käypään arvoon arvostamispolitiikan että osingonmaksupolitiikan myötä yhtiön konkurssiriskin voidaan nähdä kasvaneen huomattavasti. Yhtiöiden omavaraisuusasteet ovat niin matalat, että jos asuntojen hinnat laskisivat yhtäkkiä tai yhtiöt joutuisivat jostain muusta syystä alentamaan sijoituskiinteistöjensä käypää arvoa, niiden omapääoma painuisi herkästi negatiiviseksi. Muistetaan, että yhtiöt ovat hankkineet paljon sellaisia syrjäseutujen asuntokokonaisuuksia muun muassa vanhoja huonokuntoisia kuntien entisiä vuokra-asuntoja, joista kunnat ovat halunneet eroon melkein hinnalla millä hyvänsä (HS, 21.9.2019). OLO Asunnot teettävät strategiansa mukaisesti näihin kohteisiin korjaussuunnitelmat ja korjaukset, joilla kohteiden arvoa pystytään kasvattamaan. Voidaan kuitenkin kysyä, kun asunnoista suuri osa on ostettu syrjäseuduilta ja jo kunnilla oli vaikeuksia päästä niistä eroon, että kuinka realistisesti OLO Asunnot aikoo saada myytyä kohteet remontoinnin jälkeen rajusti nousseeseen hintaa, johon ne ovat kohteet taseellaan arvostaneet. Suomen syrjäseudut tyhjenevät muuttotappion myötä (Tilastokeskus, 2019) ja asuntojen hintojen alueellinen kehitys on polarisoitunut, siten että syrjäisemmillä seuduilla asuntojen hinnat laskevat keskimäärin tälläkin hetkellä (Hypo, 2019; Kiinteistönvälittäjien Keskusliitto, 2019).

OLO Asuntojen tilinpäätöstiedot tarjoavat vielä yhden mielenkiintoisen huomion. Yhtiöiden strategiana on tehdä korjaussuunnitelma halvalla ostamiinsa syrjäseutujen asuntokokonaisuuksiin ja korjauttaa kohteet, minkä kautta kohteiden arvot nousevat. OLO Asuntojen vuosien 2017 ja 2018 tuloslaskelmilla korjauskuluja on ilmoitettu yhtiöstä riippuen kahden tilikauden aikana yhteensä enintään vain muutaman sadan tuhannen euron edestä. Samaan aikaan yhtiöt ovat kirjanneet miljoonien edestä arvonnousuja. Esimerkiksi OLO Asunnot 3 on käyttänyt vuosien 2017 ja 2018 aikana korjauksiin yhteensä

hieman yli 250 000 euroa. Samaan aikaan asuntojen käyvän arvon muutokseksi on kirjattu yli 31 miljoonaa euroa. Koska kyseessä ei ole julkinen yhtiö, tässä tutkielmassa ei ole mahdollista analysoida tarkemmin OLO Asuntojen käyttämää arvostusmenetelmää. Tutkimustulosten ja tilinpäätöstietojen valossa näyttäisi kuitenkin siltä, että yhtiön konkurssiriski on erittäin suuri, sillä OLO Asunnot arvostavat sijoituskiinteistöjensä hyvin aggressiivisesti ylöspäin ja maksavat siihen pohjautuen suuret määrät osinkoja, vaikka yhtiön operatiivinen tulos on pahasti tappiollinen. Jos yhtiö käyttäisi arvostamismenetelmään hankintamenomallia, ei se voisi maksaa nyt nähdyn suuruisia osinkoja.

6.2 Sijoituskiinteistöjen käypään arvoon arvostamisen yhteys konkurssiriskiin

Yhteistä kaikille tämän tutkimuksen valossa negatiivisessa mielessä esiin nousseille yhtiöille on, että ne kaikki arvostavat sijoituskiinteistönsä käypään arvoon. Jos OLO Asunnot lasketaan yhdeksi yhtiöksi niin tutkimuksessa mukana olevista 21:stä yhtiöstä 12 käyttää käyvän arvon mallia ja näistä peräti viiden yhtiön kohdalla epäilykset mahdollisen konkurssiriskin kasvuun heräsivät tutkimustulosten pohjalta. Investors Housen osalta tarkempi tilinpäätösanalyysi näytti kuitenkin, että sen huomiota herättäneet tulokset johtuvat yksittäisten vuosien tilastopiikeistä, joten lopulta neljän yhtiön voidaan katsoa kasvattaneen huomattavasti riskitasoaan, mikä tarkoittaa 33% tutkimuksen käypää arvoa käyttävistä yhtiöistä. Vertailun vuoksi yksikään hankintamenomallia käyttävä yhtiö ei noussut esille siten, että sen riskitasojen voitaisiin nähdä kasvaneen olennaisesti tarkastelujakson aikana. Lisäksi yksi näistä esille nousseista yhtiöistä (Huhtanen Capital) ajautui jo konkurssiin ja toinen (Ovaro Kiinteistösijoitus) oli lähellä konkurssia ajaututtuaan pahaan kassakriisiin vuonna 2017.

Tämän tutkielman tulokset antavat olettaa, että käyvän arvon mallia käyttävät yhtiöt ajautuisivat herkemmin konkurssiin kuin hankintamenomallia käyttävät yhtiöt, eli käyvän arvon malli näyttäisi tulosten valossa lisäävän sekä yhtiöiden riskitasoa, että konkurssiriskiä. Kaikki käypää arvoa käyttävät yhtiöt eivät kuitenkaan nousseet erityisesti esiin tutkimuksessa, joten suuren osan käypää arvoa käyttävistä yhtiöistä riskitasot eivät ole tulosten mukaan nousseet. Miten esille nousseiden yhtiöiden toiminta ja tulokset sitten

eroavat muista? Tulosten valossa näyttää selvältä, että yhdistelmä, jossa yhtiön operatiivinen tulos on matala tai jopa negatiivinen ja se jakaa samaan aikaan osinkoa, kasvattaa riskitasoa ja jopa konkurssiriskiä. Myös se, että yhtiö jakaa realisoitumattomia sijoituskiinteistöjen arvonnousuja osinkoina, näyttäisi olevan tekijä, joka kasvattaa riskiä merkittävästi. Jos yhtiö jakaa realisoitumattomia arvonnousuja osinkoina useana vuonna peräkkäin, näyttäisi se lisäävän konkurssiriskiä vieläkin enemmän. Havainto on yhteneväinen Chenin ym. (2019) tutkimuksen kanssa, jossa tutkijat jopa laskivat, että realisoitumattomia voittoja osinkoina jakanut yhtiö päättyy neljä kertaa todennäköisemmin velkajärjestelyyn kuin yhtiö, joka ei ole maksanut osinkoja realisoitumattomista voitoista (Chen ym., 2019). Se, että yhtiö jakaa operatiivista tulostaan enemmän osinkoja ei vielä tarkoita, että yhtiö olisi maksanut kyseisenä vuonna realisoitumattomia arvonnousuja, kuten kappaleessa 5.6 Investors Housen, Spondan ja Cityconin osalta todetaan. Realisoitumattomien arvonnousujen osinkoina maksamisen määrittelyyn tarvitaan siis yhtiön useamman vuoden tilinpäätöstietojen analysointia. Edes pankit eivät tutkimusten valossa (Chen ym., 2019) kykene huomioimaan useinkaan sitä, mistä osingonmaksuun käytettävä rahasumma on varsinaisesti peräisin, sillä pankkien laskentakaavat huomioivat lähinnä vain maksettujen osinkojen määrän. Joten ei ole mikään ihme, että asunto- ja kiinteistö-sijoitusyhtiöiden realisoitumattomiin arvonnousuihin perustuvista osinkojen jaoista ei mediassa juuri kirjoitella.

Tämän tutkielman tuloksista edellä esitetyn pohjalta voidaan vetää se johtopäätös, että yksistään käyvän arvon mallin käyttäminen ei lisää konkurssiriskiä, vaan konkurssiriskiä näyttäisi lisäävän nimenomaan se, millä tavoin yhtiön johto kyseistä mallia soveltaa. Kuten kappaleessa 2.1.3 tarkemmin todetaan, IFRS-standardit sen enempää kuin Suomen kirjanpitolakikaan eivät määrittele tarkasti, millä tavoin käyvän arvon mallia tulisi soveltaa, vaan vastuu mallin oikeellisuudesta ja kirjanpitoon merkittyjen sijoituskiinteistöjen arvon totuudenmukaisuudesta jää pitkälti yhtiön johdon harteille. Juuri tämän johdon harkinnanvaraisuuden suuren roolin vuoksi, käyvän arvon mallia kohtaan on esitetty paljon kritiikkiä maailmalla (ks. kappale 4.1), sillä se mahdollistaa johdon manipulaation, koska asunnoilla ja kiinteistöillä ei yksinkertaisesti vain ole yksiselitteistä markkina-arvoa (Danbolt & Rees, 2008; Hawkins ym., 2008).

Hallin (2014) tutkimuksessa todetaan, että Suomessa käytetään pääsääntöisesti kahta käypään arvoon arvostamismenetelmää: kauppaja- ja tuottoarvomenetelmää, joiden

molempien havaittiin antavan usein merkittävästi toisistaan poikkeavan arvon samalle sijoituskiinteistöportfoliolle. Lisäksi riippuu paljon muun muassa kiinteistönarvioitsijan käyttämästä arviointitavasta sekä käytetystä diskonttokorosta, millaisen tuloksen arviointimenetelmä antaa ja lopulta yhtiön johdosta, miten se arvioinnin tulosta soveltaa. Esi-merkiksi kokonaisia kerrostaloja arvostettaessa tulisi laskelmissa ottaa huomioon niin sanottu tukkukorjaus alentamaan kerrostalon kirjanpitoarvoa. (Hall, 2014)

Tämän tutkielman yhtiöistä sekä Huhtanen Capital että Ovaro Kiinteistösijoitus ilmoittivat strategiakseen ostaa kokonaisia kerrostaloja tukkualennuksin alle markkinahintaan. Tulosten valossa voidaan olettaa, että kyseiset yhtiöt tuskin ovat antaneet paljoa painoarvoa edellä viitattuun kerrostalojen kirjanpitoarvoa alentaviin tukkukorjauksiin. Päinvastoin yhtiöiden johto mitä ilmeisimmin on käyttänyt sellaisia arvostusmalleja, jotka ovat tarjonneet suurimpia mahdollisia arvonnousuja. Ovaro Kiinteistösijoituksen tapauksessa vielä yhtiön kannustinjärjestelmä oli luotu kannustamaan johtoa kirjaamaan yhtiöpäisiä arvonnousuja (Inderes, 2019a).

Käyvän arvon mallin konkurssiriskiä lisäävistä taustatekijöistä suurin rooli vaikuttaisi siis olevan yhtiön johdolla. Tämän tutkimuksen negatiivisessa mielessä esille nousseet yhtiöt olivat kaikki pieniä tai keskisuuria yhtiöitä, eikä yksikään liikevaihdolla mitattuna kymmenestä suurimmasta yhtiöstä kuulunut tähän joukkoon. Tämä vahvistaa käsitystä yhtiön johdon roolin tärkeydestä, sillä tutkimuksen suurimpien yritysten toimintaa seuraavat monet analyytikot sekä lukuisat sidosryhmät, joten johdon tekemiset ja tilinpäätökseen kirjatut luvut ovat tarkemman seurannan kohteena, jolloin epäilyttävän suuret arvonnkorotukset varmasti kiinnittäisivät huomiota. Suuria yhtiöitä koskee lisäksi laajempi tiedonantovelvollisuus tilinpäätöksissään, ja ne ilmoittavat usein tilinpäätöksensä liitetiedoissa hyvin tarkasti käyttämänsä sijoituskiinteistöjen arviointimenetelmät, jotka ovat julkisesti helposti saatavilla, toisin kuin pienempien yhtiöiden osalta. Näin ollen pienempien yhtiöiden kohdalla ulkopuolisten on erittäin vaikea pystyä muodostamaan käsitystä siitä, soveltaako yhtiön johto käyvän arvon mallia maltillisesti vai hyvin aggressiivisesti. Päätelmä on linjassa Sundgrenin (2013) näkemyksen kanssa, jonka mukaan mitä enemmän tietoja yhtiö jakaa muun muassa käypään arvoon arvostamisessa käyttämistään laskenta-kaavoista, tuottoprosentista ja muista oletamuksista, sitä helpompaa sijoittajien on arvioida laskelmien luotettavuutta, jolloin johdon manipuloinnin mahdollisuus vähenee (Sundgren, 2013).

Pärssinen (2012) ei havainnut tutkimuksessaan Spondan, Cityconin ja Technopoliksen muuttaneen osingonjakopolitiikkaansa vuosien 2005 – 2011 aikana, jolloin ne siirtyivät käyttämään käypää arvoa, sillä yhtiöiden strategiana oli vakaa osingonjakopolitiikka. Tämän tutkielman tuloksista näkee, että Technopolis on jatkanut strategiaansa ja jakanut edelleen hyvin vakaata ja maltillista osinkoa vuosina 2013 – 2016. Cityconin osalta osingonjako on ollut maltillista vielä vuonna 2013, mutta noussut sen jälkeen reilusti ja vuoden 2016 jälkeen keskimäärin koko operatiivinen tulos on jo jaettu osinkoina. Spondan kohdalla vuonna 2016 tapahtui selvä muutos osingonmaksupolitiikassa, kun vuosien 2013 – 2015 operatiiviseen tulokseen suhteutettuna maltillisen osingonjaon jälkeen yhtiö on maksanut vuodesta 2016 eteenpäin moninkertaisesti operatiivista tulostaan enemmän osinkoja. Pärssisen (2012) tutkimuksen aikaan realisoitumattomien arvonnousujen maksaminen osinkoina oli kuitenkin vain lähinnä teoreettinen skenaario, koska kirjanpitolaki ei mahdollistanut käypiä arvoja ennen vuotta 2016. Näin ollen käyvän arvon malliin siirtyminen itsessään ei näytä vaikuttaneen osingonmaksuun, mutta se, että kirjanpitolain muutos vuonna 2016 mahdollisti käyvän arvon mallin käytön kaikille kirjanpitovelvollisille ja sitä kautta myös esteet realisoitumattomien arvonnousujen jakamiselle osinkoina poistuivat, sen sijaan näyttäisi muuttaneen Spondan ja Cityconin osingonmaksupolitiikkaa. Vuoden 2016 jälkeen myös monen muun käyvän arvon mallia käyttävän yhtiön osingonmaksupolitiikassa on tapahtunut muutos siihen suuntaan, että yhä suurempi osa operatiivisesta tuloksesta tai jopa realisoitumattomia arvonnousuja maksetaan osinkoina. Ennen vuotta 2016 vain Ovaro Kiinteistösijoitus ollessaan REIT-yhtiö, maksoi operatiivista tulostaan enemmän osinkoa lain velvoittamana. Tutkimustulosten perusteella näyttäisi siltä, että asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiöiden osingonmaksupolitiikka on muuttunut selvästi niiden yhtiöiden osalta, jotka ovat siirtyneet käyttämään käyvän arvon mallia samoihin aikoihin kun realisoitumattomien arvonnousujen jakaminen osinkoina mahdollistui. Etenkin osingonjaon suhde operatiiviseen tulokseen näyttäisi kasvaneen ja lisäksi moni käyvän arvon malliin siirtynyt yhtiö alkoi maksamaan sijoituskiinteistöjen realisoitumattomia arvonnousuja osinkoina, mikä ei ennen vuoden 2016 kirjanpitolain uudistusta ole ollut mahdollista kuin REIT-yhtiö Ovaro Kiinteistösijoitukselle. Näin ollen vaikuttaisi siltä, että kirjanpitolain uudistus vuonna 2016 osaltaan on edesauttanut kasvattamaan asunto- ja kiinteistösijoitusalan riskisyyttä, kun yhä useampi alan toimija on alkanut soveltamaan käypään arvoon arvostamista.

7 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

7.1 Yhteenveto

Tämän tutkielman inspiroijana on toiminut ajankohtainen ilmiö, asuntosijoittaminen, josta on kirjoitettu viime vuosien aikana suomalaisessa mediassa enemmän kuin koskaan. Yksityisten asuntosijoittajien määrä kasvoi valtavasti 2010-luvun aikana (Kauppalehti, 2018a) ja suuret kansainväliset sijoittajat rantautuivat näyttävästi Suomen asunto- ja kiinteistömarkkinoille etsien parempaa tuottoa rahoilleen nykyisessä nollakorkoympäristössä (Valtioneuvosto, 2018, 22; PTT, 2019). Samaan aikaan asuntojen yli kaksi vuosikymmentä jatkunut hintojen nousu näyttää hidastuneen tai kääntyneen jopa paikoitellen laskuun (Tilastokeskus, 2017; Kiinteistönvälittäjien Keskusliitto, 2019). Asuntosijoittamiselle ominaista oleva vahva velkavetoisuus, yhdistettynä koko kansan huviksi muuttuneeseen ilmiöön, lukuisien uusien markkinoille ilmestyneiden toimijoiden ja ensimmäisten asuntojen hintojen laskuun viittaavien merkkien kanssa on saanut monet pelkäämään. Ol-laanko Suomeen rakentamassa omaa kansallista sub-prime kuplaa, joka puhjetessaan kaataisi asuntomarkkinat? Tämän vuoksi tutkielmassa lähdettiin tietoisesti tarkastelemaan riskinäkökulmaa asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiöiden osalta.

Vuonna 2016 kirjanpitolain uudistus mahdollisti sijoituskiinteistöjen arvostamisen käypään arvoon kaikille kirjanpitovelvollisille, mikä tarkoitti suurta murrosta alan toimijoille, kun ne saattoivat alkaa tulouttamaan vuotuisen arvonnousun ja maksamaan sen halutessaan osinkoina, eikä enää tarvinnut odottaa, kunnes kohde myytäisiin. Käyvän arvon mallin käyttö oli ollut mahdollista IFRS-tilinpäätöksissä jo vuodesta 2005 alkaen, mutta osinkoa ei näistä arvonnousuista voinut Suomessa ennen vuotta 2016 maksaa. Tämän tutkielman tavoite oli tarkastella, ovatko asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiöt alkaneet soveltamaan kirjanpitolain mahdollistamaa uutta arvostamistapaa, ja jos ovat miten se on vaikuttanut niiden riskitasoihin ja konkurssiuhkaan. Lisäksi tutkielmassa pyrittiin vertaamaan hankintamenomallia ja käyvän arvon mallia konkurssiriskin näkökulmasta ja tunnistamaan asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiöiden konkurssiriskin kasvuun johtavia tekijöitä sekä määrittelemään niiden pohjalta seikkoja, joiden avulla yhtiöiden konkurssiherkyyttä voisi paremmin ennustaa. Asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiöitä ei ole aiemmin

tutkittu Suomessa valitusta näkökulmasta, joten yksi tutkimuksen tarkoituksista oli osallistua ajankohtaiseen julkiseen keskusteluun tarjoamalla teoreettista pohjaa alan toimijoiden käyttöön.

Tutkielman teoriaosuuden alussa kappaleessa kaksi luotiin ensin tilannekuva Suomen asuntomarkkinoista ja määriteltiin asuntosijoittamisen tuottoon vaikuttavia tekijöitä, kuten arvonnousu, vuokratuotto sekä velkavipu. Lisäksi pohdittiin asuntosijoittamisen riskisyyttä yleisesti muun muassa taloyhtiölainojen yleistymisen kautta.

Tämän jälkeen kappaleessa kolme esiteltiin sijoituskiinteistöjen arvostamiseen vaikuttavaa niin kansainvälistä IFRS-sääntelyä kuin kotimaista kirjanpitolakia ja käytiin läpi miten nykyiseen tilanteeseen, että sijoituskiinteistöjen realisoitumattomia arvonnousuja voi maksaa osinkoina, on päädytty. Kappaleessa esiteltiin lisäksi KILA:n päätös 1949/1.3.2016, jonka mukaan kiinteistöjen ohella myös asunto-osakkeet voidaan arvostaa käypään arvoon. Kiinnostavana yksityiskohtana myös verotuksen näkökulmaa tuotiin esille, sillä nykyinen verolainsäädäntö mahdollistaa realisoitumattomien arvonnousujen maksamisen osinkoina ulos ilman, että arvonnousuja on vielä verotettu yhtiön verotuksessa.

Neljännessä kappaleessa perehdyttiin aiempiin käyvästä arvosta ja realisoitumattomien osinkojen jakamisesta tehtyihin tutkimuksiin. Käyvän arvon mallin puolustajien mukaan käyvän arvon käyttö lisää tilinpäätöksen läpinäkyvyyttä ja paikkansapitävyyttä, kun se sisältää enemmän ja ajantasaisempaa tietoa, kuin perinteinen historiallisen hinnan menetelmä (Ball, 2006; Jermakowicz ym., 2018). Vastustajat puolestaan nostavat esille sen, että käyvän arvon malli lisää taseen volatilitteettia ja yhtiön johdon manipulointi mahdollisuuksia (Danbolt & Reese, 2008). Benston (2006) pitää Enronin konkurssia hälyttävänä esimerkkinä käyvän arvon mallin epäonnistumisesta. Chenin ym. (2016) tekemän tutkimuksen mukaan käyvän arvon mallin käyttöönoton myötä vuoden 2007 jälkeen israelilaiset yritykset alkoivat maksamaan realisoitumattomia arvonnousuja osinkoina, osin velkarakahalla kustannettuna, minkä tutkijat väittävät lisäävän yhtiön konkurssiriskiä. Myöhemmässä Chenin ym. (2019) tutkimuksessa samalla aineistolla tutkijat määrittelivät, että realisoitumattomia voittoja osinkoina maksanut yhtiö, joutuu neljä kertaa todennäköisemmin velkajärjestelyyn, kuin yhtiö, joka ei ole maksanut osinkoja realisoitumattomista voitoista.

Tutkielman empiiriseen osioon valittiin yhteensä 20 suomalaista asunto- tai kiinteistösi-
joitusyhtiötä sekä lisäksi Suomen suurimman ulkomaisen sijoittajan Round Hill Capitalin
suomeen perustamat 5 asuntosijoitusyhtiötä. Tutkimukseen valittuihin yhtiöihin kuului-
vat kaikki alan pörssiyhtiöt sekä lisäksi pienempiä yhtiöitä. Valittujen yhtiöiden tilinpää-
töksistä poimittiin tarvittavat tiedot taulukoksi (Liite 2), jonka pohjalta luotiin erilaisia
kuvaajia ja taulukoita, joita analysoitiin kvalitatiiviselle tutkimukselle ominaisesti sisäl-
lönanalyysin menetelmin kappaleessa viisi. Koska tutkimuksessa oli mukana yhteensä 25
yhtiötä, ei kaikkia voinut valita tarkempaan analyysiin, vaan ainoastaan ne yhtiöt, jotka
nousivat analyysistä selkeimmin esille negatiivisessa eli riskin kasvamisen mielessä, va-
littiin tarkempaan analyysiin kappaleeseen kuusi. Nämä yhtiöt olivat Huhtanen Capital,
Ovaro Kiinteistösijoitus, Investors House, Suomen Hoivatilat sekä OLO Asunnot 1-5.

7.2 Johtopäätökset

Tässä tutkielmassa havaittiin, että osa käyvän arvon mallia käyttävistä yhtiöistä on alka-
nut maksamaan sijoituskiinteistöjen realisoitumattomia arvonnousuja osinkoina. Tulos
on yhteneväinen Chenin ym. (2016) sekä Sikalidiksen ja Leventiksen (2017) tutkimustu-
lostensa kanssa. Lisäksi käyvän arvon mallia käyttävien yhtiöiden keskuudessa konkurssi-
riski näyttäisi tämän tutkielman tulosten valossa kasvaneen, koska käyvän arvon mallia
käyttävät yhtiöt jakavat herkemmin realisoitumattomia arvonnousuja osinkoina, kun taas
yhdenkään hankintamenomallia käyttävän yhtiön konkurssiriskin ei nähty merkittävästi
kasvaneen. Myös Chen ym. (2019) ovat havainneet, että realisoitumattomien arvonnou-
sujen maksaminen osinkoina lisää konkurssiriskiä merkittävästi, peräti nelinkertaiseksi,
verrattuna siihen, että yhtiö ei maksa realisoitumattomia arvonnousuja osinkoina. Yksi
yhtiö, Huhtanen Capital, ajautui tutkielman teon aikaan konkurssiin (HS, 14.12.2019).

Tutkielman tulosten perusteella on selvää, että osa käyvän arvon mallin yhtiöistä kirjaa
hyvin aggressiivisesti arvonnousuja ja maksaa niitä osinkoina ulos. Arvonnousujen kir-
jaamisessa yhtiön johdon manipulointimahdollisuus on aina olemassa (Danbolt & Rees,
2008; Haswell & Evans, 2018) ja tutkielman tulosten valossa riski sille, että johto pyrkisi
kirjaamaan todellisuutta suurempia arvonnousuja näyttäisi olevan suurempi pienempien

ei-julkisten yhtiöiden kohdalla. Yksi syy tälle voi olla se, ettei sijoittajilla ja analyytikoilla ole saatavilla yhtä kattavia tietoja yhtiöiden käyttämistä arvostusmalleista kuin julkisten yhtiöiden kohdalla. Tämän tutkielman perusteella itse käyvän arvon käyttäminen ei vaikuttaisi lisäävän konkurssiriskiä, vaan nimenomaan se, millainen johto yrityksellä on ja miten se kyseistä mallia soveltaa. Myös useat tutkijat maailmalla ovat kantaneet huolta tästä samasta käyvän arvon mallin sisältämästä haavoittuvuudesta johdon manipulaatiolle (Dietrich ym., 2000; Benston, 2006; Hawkins ym., 2008).

Tiivistäen tämän tutkimuksen tulokset asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiöillä osoittavat, että:

- 1) Kirjanpitolain uudistus vuonna 2016 mahdollisti sijoituskiinteistöjen arvostamisen käypään arvoon kaikille kirjanpitovelvollisille. Yhä useampi asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiö siirtyi soveltamaan käyvän arvon mallia tämän tultua niille mahdolliseksi. Siirtymä hankintamenomallista käyvän arvon malliin näyttäisi kasvattavan yhtiöiden maksaman osingon määrää suhteessa niiden operatiiviseen tulokseen.
- 2) Siirtyminen hankintamenomallista käyvän arvon mallin soveltamiseen näyttäisi kasvattavan yhtiöiden riskitasoja, mikä ei tosin johdu itse mallista, vaan siitä että käyvän arvon malli mahdollistaa herkemmin johdon manipuloinnin.
- 3) Sijoituskiinteistöjen realisoitumattomien arvonnousujen maksaminen osinkoina näyttäisi lisäävän yhtiön konkurssiriskiä, ja mitä useampana vuotena peräkkäin yhtiö jakaa realisoitumattomia arvonnousuja osinkoina, sitä enemmän konkurssiriski näyttäisi kasvavan. Myös osingon jakaminen tilanteessa, jossa yhtiön operatiivinen tulos on heikko, näyttäisi kasvattavan konkurssiriskiä.
- 4) Käyvän arvon mallia käyttävillä yhtiöillä omavaraisuusaste vaikuttaisi laskevan herkemmin kuin hankintamenomallia käyttävillä yhtiöillä. Jos yhtiö maksaa osinkoja yli operatiivisen tuloksensa, laskee se yhtiön omavaraisuusastetta, sillä tällöin yhtiön tilikauden kassavirta ei yksistään riitä osingonmaksuun, vaan osingonmaksuun on käytettävä joko edellisten tilikausien voittovaroja tai vierasta pääomaa, mikä lisää yhtiön velkaisuutta. Lisäksi mitä aggressiivisemmin yhtiö maksaa sijoituskiinteistöjen realisoitumattomia arvonnousuja osinkoina, sitä enemmän omavaraisuusaste näyttäisi laskevan.

Tämän tutkielman valossa käyvän arvon mallin käytön sallimisella kaikille kirjanpitovelvollisille voidaan katsoa olleen osaltaan edesauttamassa kasvattamaan Suomen asuntomarkkinoiden riskiä sitä kautta, että muutamien asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiöiden konkurssiriskit ovat kasvaneet ja ainakin yksi toimija on jo osittain liian aggressiivisten arvonnousujen takia mennyt konkurssiin (Huhtanen Capital). Lisäksi usealla muulla tämän tutkimuksen ulkopuolisella kiinteistösijoitusyhtiöllä on ollut loppuvuodesta 2019 ja vuoden 2020 alussa samantapaisia vaikeuksia kuin Huhtanen Capitalilla (Kauppalehti, 17.1.2020). Se että osa näistä Kauppalehden (17.1.2020) mukaan ongelmissa olevista yhtiöistä on markkinoinut jopa 6-12 prosentin vuotuisia tuottoja sijoittajille, viittaisi siihen, että kyseiset yhtiöt mitä todennäköisimmin ovat pyrkineet näihin tuottoihin osittain kirjanpidollisilla sijoituskiinteistöjen arvonnousuilla, mistä tässä tutkielmassa riittää esimerkkejä, mutta varmuutta asiasta ei tässä tutkielmassa voida sanoa, koska kyseiset yhtiöt eivät kuuluneet tämän tutkimuksen otantaan.

Pärssinen (2012) tunnisti jo vuonna 2012 IAS 40 -standardin mahdollistaman sijoituskiinteistöjen realisoitumattomien arvonnousujen osinkoina jakamisen ongelman tutkittuaan suomalaisia listattuja kiinteistösijoitusyhtiöitä. Tuolloin hän päätyi kuitenkin lopputulokseen, että kyseinen skenaario on täysin teoreettisen tason kuvitelma, koska kansallinen FAS esti tämän Suomessa. Koska FAS:n esteet skenaarion toteutumiselle poistuivat vuonna 2016, tämä tutkielma osoittaa, kuinka useat asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiöt ovat alkaneet maksamaan realisoitumattomia arvonnousuja osinkoina lakimuutoksen jälkeisinä vuosina.

Tämä tutkielma myös osoittaa, että Valtiovarainministeriön asettaman yritysverotuksen työryhmän jo vuonna 2005 esittämät huolet siitä, että yhtiöiden maksukyky saattaisi kärsiä, jos yhä suurempi osuus voitosta käytetään osingonjakoon, ovat olleet aiheellisia (Valtiovarainministeriö, 4/2006, 37-38). Hallituksen esityksessä 176/2008 käsiteltiin elinkeinoverolain muuttamisen yhteydessä realisoitumattomia arvonnousuja, koska oli tunnistettu tilanne, jossa yhtiöt voisivat jakaa sijoituskiinteistöjen realisoitumattomia arvonnousuja osinkoina ilman, että näitä varoja on verotettu yhtiön verotuksessa. Verottamattomien arvonnousujen osinkoina maksun estämiseen ei kuitenkaan löydetty työryhmissä ratkaisua ja näin ollen tämä verotuksellinen porsaanreikä on jäänyt voimaan, eli mahdollisesta arvonnoususta maksetaan verot vasta sijoituskiinteistöä myydessä. Voi vain arvailla, kuinka paljon suomalaiset asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiöt ovat maksaneet näitä

vielä toistaiseksi verottamattomia arvonnousuja osinkoina ulos. Ja kuinka paljon verotuloja yhteiskunta on jo menettänyt tai tulee vielä menettämään, jos Huhtanen Capitalin tai OLO Asuntojen kaltaisesti toimivia yhtiöitä ilmenee vielä enemmänkin, ja edes osa niistä ajautuu konkurssiin?

Kaiken kaikkiaan tämä tutkielma onnistui tavoitteessaan analysoida käyvän arvon mallin käyttöönoton ja soveltamisen mahdollisia vaikutuksia asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiöiden riskitasoihin ja onnistui tunnistamaan konkurssiriskiä kasvattavia käyvän arvon käyttöön liittyviä toimintatapoja. Lisäksi tutkielman toinenkin tarkoitus toteutui, eli tutkielma tarjoaa ja luo teoreettista pohjaa julkisesti ajankohtaiseen keskusteluun sijoituskiinteistöjen arvostamisen kirjanpidollisista ratkaisuista.

7.3 Tutkimuksen reliabiliteetti

Kvalitatiiviseksi tutkimukseksi tutkimuksessa oli mukana melko suuri yhtiömäärä. Toisaalta suuri yhtiömäärä tarjoaa sen, että aineistosta voi muodostaa päätelmän niin sanotusta keskimääräisestä toiminnasta ja tästä poikkeavat havainnot on helpompi määritellä poikkeaviksi toiminnoiksi, joita analysoida tarkemmin. Tutkielman luotettavuutta lisää se, että mukana tutkimuksessa olivat kaikki Suomen top 30 suurimmat kiinteistösijoittajat -listan (Kiinteistötieto, 2018) yksityiset asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiöt sekä kaikki ne, jotka ovat listattuina Helsingin pörssiin, ja joiden tilinpäätöstiedot olivat saatavilla joko julkisesti tai Patentti- ja rekisterihallituksen ylläpitämän Virre-tietopalvelun kautta. Näin ollen suurten yksityisten yhtiöiden osalta tämän tutkimuksen kattavuus on hyvä. Pienempien yhtiöiden osalta mukaan valikoitui sattumanvaraisesti 10 yhtiötä, joten niiden osalta kattavuus ei ole yhtä suuri, mutta kvalitatiivisessa tutkimuksessa tämä voidaan ottaa huomioon tutkimustulosten yleistämisessä. Kuitenkin pienempien yhtiöiden kategoria käyttäytyi analyyseissa yhtenäisemmin kuin suurten yhtiöiden kategoria, osaltaan varmastikin sen vuoksi, että pienempien yhtiöiden keskuudessa lähes kaikki sovelsivat hankintamenomallia, joten pienemmät yhtiöt tarjosivat hyvää vertailukohtaa suuremmille yrityksille, koska yksikään tutkimusten suurista yrityksistä ei käyttänyt hankintamenomallia.

Tutkimuksessa käytetty aineisto on hyvin yhtenäinen. Vain muutaman yhtiön osalta tilinpäätöksistä ei ollut suoraan löydettävissä tarvittavaa tietoa, jolloin muun muassa Cityconin osalta osingonjaon summaksi otettiin tilinpäätöksen rivi ”*osingonjako ja pääoman palautukset*”. Nämä tietojen yhdistelyt tarjoavat hyvin lähelle saman tiedon, kuin mitä muiden yhtiöiden osalta on esitetty, joten tällä ei ole vaikutusta tutkimustulokseen suuressa mittakaavassa.

Kaikkia yhtiöitä on tarkasteltu samojen tunnuslukujen avulla, jotka ovat joko yleisesti käytössä olevia tai itse tähän tutkielmaan määriteltyjä. Operatiivinen tulos on päädytty tässä tutkielmassa määrittelemään normaalia yksinkertaisemmin vähentämällä tilikauden tuloksesta vain sijoituskiinteistöjen arvonnousu tai lisäämällä tilikauden tulokseen sijoituskiinteistöjen arvonnousu. Tämä operatiivisen tuloksen laskukaava ei huomioi muita kirjanpidon kertaluonteisia eriä, joita yrityksen operatiiviseen tulokseen saattaa näin ollen sisältyä. Näiden mahdollisten kertaerien vaikutus tutkimuksen lopputuloksia vääristävinä on kuitenkin arvioitu hyvin pieneksi. Lisäksi koska tässä tutkielmassa keskitytään pelkästään sijoituskiinteistöjen käyvän arvon muutoksiin, on perusteltua eliminoida pelkästään näiden muutosten vaikutus kirjanpidon tulokseen. Valitut tunnusluvut voidaan näin ollen nähdä tähän tutkielmaan riittävän sopivina.

Tutkielman tutkimustuloksia analysoivissa osioissa on käytetty lähteitä monipuolisesti (aiemmat tutkimukset ja aiempi kirjallisuus, tunnettujen talouslehtien uutiset, asiantuntijoiden kirjoittamat kommentit) laajentamaan tuloksista ilmenevien havaintojen ja syy-seuraussuhteiden pohdintaa, jolla on pyritty siihen, että tutkimustuloksista vedetyille johtopäätöksille on löydettävissä vahvistavia havaintoja myös muista lähteistä. Kvalitatiiviselle tutkimukselle tyypilliseen tapaan tutkielmassa on esitetty paljon pohdintaa tutkimustulosten perusteella sekä erilaisia olettamia siitä, mitkä saattaisivat olla joidenkin asioiden syy-seuraussuhteita. Nämä kohdat on pyritty selkeästi esittämään siten, että lukija ymmärtää kyseessä olevan pohdintaa eikä sekoita sitä niihin väittämiin, joita tutkimustulosten pohjalta yhdistettynä muista lähteistä saataviin tietoihin tehdään.

7.4 Jatkotutkimusaiheet

Tutkimuksessa käsiteltävää aihepiiriä, eli sijoituskiinteistöjen käypään arvoon kirjaamisen sekä realisoitumattomien arvonnousujen vaikutuksia asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiöiden konkurssiriskiin ei ole tutkittu tästä näkökulmasta paljoa maailmalla, saati Suomessa. Tässä tutkimuksessa käytettiin tiettyjä tunnuslukuja, joista esimerkiksi operatiivinen tulos oli määritelty tässä tutkimuksessa normaalista poikkeavalla tavalla. Koska aihepiiriä ei ole tutkittu Suomessa paljoa, aihetta voisi varmasti lähestyä myös muiden tunnuslukujen kautta. Vaihtoehtoisesti konkurssiriskiä voisi tutkia suomalaisilla yhtiöillä kvantitatiivisesti hyödyntämällä Chenin ym. (2019) tutkimuksessaan käyttämää menetelmää.

Tutkimuksen voisi monistaa samalla tavalla tehtäväksi myös jossain toisessa IFRS-sääntelyä noudattavassa maassa, jossa paikallinen lainsäädäntö mahdollistaa realisoitumattomien arvonnousujen maksamisen osinkoina. Tällöin tutkimustuloksia voisi verrata tämän tutkimuksen tuloksiin. Mielenkiintoista olisi myös toistaa tämä sama tutkimus suunnilleen samoilla yhtiöillä muutaman vuoden päästä, sillä tilanne asuntomarkkinoilla voi olla hyvin erilainen.

Ehkä mielenkiintoisin, mutta samalla myös kaikista haastavin jatkotutkimusaihe olisi tutkia niitä suomalaisia asunto- ja kiinteistösijoitusyhtiöitä/rahastoja ja niiden käytänteitä, jotka ovat keränneet viime aikoina suuria määriä sijoittajien rahaa ja markkinoineet kuluttajille normaalia suurempia tuottoja, josta Kauppalehdessäkin (17.1.2020) mainittiin. Näiden yhtiöiden haaste tosin tulee siitä, että niiden organisaatorakenteet ovat usein hyvin monimutkaisia, eikä yhtiöstä ole mahdollista muodostaa ”yhtä dataa”, kun yhtiö koostuu lukuisista pienemmistä erillisyyhtiöistä. Juuri tämän vuoksi useampi Kiinteistötiedon (2018) Top 30 suurimmat kiinteistösijoittajat -listan yhtiöstä oli jätetty pois tähän tutkielmaan valittujen yhtiöiden joukosta.

Lähdeluettelo

Kirjallisuus

Al-Khadash, H. A., & Khasawneh, A. Y. (2014). *The effects of the fair value option under IAS 40 on the volatility of earnings*. Journal of Applied Finance and Banking, 4(5), 95.

Alma Talent (2019). *Tunnuslukuopas*. <<https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnuslukuopas>> Viitattu 8.1.2020

Andersson, Edward & Seppo Penttilä (2014). *Elinkeinoverolain kommentaari*. 14. uudistettu painos. Helsinki: Talentum.

Arnott, R. (1987) *Economic Theory and Housing*. Handbook of Regional and Urban Economics vol. II. Elsevier Science Publishers. s.1322.

Barlev, B., & Haddad, J. R. (2003). *Fair value accounting and the management of the firm*. Critical Perspectives on Accounting, 14(4), 383–415.

Barth, M. E., Landsman, W. R., & Wahlen, J. M. (1995). *Fair value accounting: Effects on banks' earnings volatility, regulatory capital, and value of contractual cash flows*. Journal of Banking & Finance, 19(3–4), 577–605.

Benston, G. J. (2006). *Fair-value accounting: A cautionary tale from Enron*. Journal of Accounting and Public Policy, 25(4), 465-484.

Blanchette, M., Racicot, F.E. & Sedzro, K. (2013). *IFRS adoption in Canada: an empirical analysis of the impact on financial statements*. CGA-Canada. October.

Bloomfield, R. J., Nelson, M. W., & Smith, S. D. (2006). Feedback loops, fair value accounting and correlated investments. Review of Accounting Studies, 11(2), 377-416.

Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). *Payout policy in the 21st century*. Journal of Financial Economics, 77(3), 483-527.

Busso, D. (2014). *Does IFRS 13 improve the disclosure of the fair value measurement?: An empirical analysis of the real estate sector in europe*. GSTF Journal on Business Review (GBR), 3(4), 1-7.

Catella (2017). *Markkinakatsaus – Suomi – Kevät 2017*. <<https://www.catella.com/fi/suomi/markkinakatsaukset/catellan-markkinakatsaus-kevat-2017>> Viitattu 6.11.2019

Chen, E., Gavigan, I., & Cahan, S. (2016). *Unrealized earnings, dividends and reporting aggressiveness: An examination of firms' behavior in the era of fair value accounting*. Accounting & Finance, 56(1), 217-250.

- Chen, E., Gaviglio, I., & Steinberg, N. (2019). *Dividends from unrealized earnings and default risk*. *Review of Accounting Studies*, 24(2), 491-535.
- Christensen, H. B., & Nikolaev, V. V. (2013). *Does fair value accounting for non-financial assets pass the market test?* *Review of Accounting Studies*, 18(3), 734-775.
- Creswell, J. (2014). *Research Design. Qualitative, quantitative and mixed methods approaches*. Sage, Los Angeles.
- Danbolt, J., & Rees, W. (2008). *An experiment in fair value accounting: UK investment vehicles*. *European Accounting Review*, 17(2), 271-303.
- Daniel, N. D., Denis, D. J., & Naveen, L. (2008). *Do firms manage earnings to meet dividend thresholds?* *Journal of Accounting and Economics*, 45(1), 2-26.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (1992). *Dividends and losses*. *The Journal of Finance*, 47(5), 1837-1863.
- De Fond, M. L., Hung, M., Li, S., & Li, Y. (2014). *Does mandatory IFRS adoption affect crash risk?* *The Accounting Review*, 90(1), 265-299.
- Demos Helsinki (2018). *Kaupungistumisen käännekohdat – Skenaarioita Suomen kaupungistumisen tulevaisuudesta 2039*. <https://www.demoshelsinki.fi/wp-content/uploads/2018/11/demos-helsinki_kaupungistumisen-kaannekohdat_web_5mb.pdf> Viitattu 7.11.2019
- Dietrich, J. R., Harris, M. S., & Muller, K. A., (2000). *The reliability of investment property fair value estimates*. *Journal of Accounting and Economics*, 30(2), 125-158.
- Elo, J. (2016). *Uuden 1.1.2016 voimaan tulleen kirjanpitolain mahdollistamat puhallukset*. <<https://www.tuokko.fi/uusi-kirjanpitolaki-ja-sen-mahdollistamat-puhallukset/>> Viitattu 1.11.2019
- Elsieff, E., & ElGammal, W. (2017). *The effect of using fair value accounting on fundamental analysis: Some evidence from the emerging economies*. *The Journal of Developing Areas*, 51(3), 103-121.
- Finanssivalvonta (2018). *Asuntolainat ja lainakatto*. Kuluttajansuoja, Kysymyksiä ja vastauksia, Pankkipalvelut. <<https://www.finanssivalvonta.fi/kuluttajansuoja/kysymyksia-ja-vastauksia/pankkipalvelut/asuntolainat-ja-lainakatto>> Viitattu 14.11.2019
- Findikaattori (2019). *Inflaatio*. <<https://findikaattori.fi/fi/1>> Viitattu 6.11.2019
- Geltner, D., Norman, M., Clayton, J., & Eichholz, P. (2007). *Commercial Real Estate Analysis & Investments*, 2. painos. South-Western Cengage Learning.
- Georgiou, O. (2018). *The worth of fair value accounting: Dissonance between users and standard setters*. *Contemporary Accounting Research*, 35(3), 1297-1331.

- Ghosh, C., Liang, M., & Petrova, M. T. (2019). *The effect of fair value method adoption: Evidence from real estate firms in the EU*. The Journal of Real Estate Finance and Economics, 1-33.
- Guttman, I., Kadan, O., & Kandel, E. (2010). *Dividend stickiness and strategic pooling*. The Review of Financial Studies, 23(12), 4455-4495.
- Haaramo, V., Palmuaro, S. & Peill, E. (2013). *IFRS-raportointi*. Helsinki: Sanoma Pro.
- Hall, T. (2014). *Asuinkerrostalojen kiinteistönarviointi ja kiinteistönarviointimenetelmät – asuntorahaston näkökulma*. Diplomityö. Aalto-yliopiston insinööritieteiden korkeakoulun maankäyttötieteiden laitos. Espoo.
- Halonen, J. (2013). *IFRS: Käytännön käsikirja* (3. uud. p. ed.). Helsinki: Edita.
- Haswell, S., & Evans, E. (2018). *Enron, fair value accounting, and financial crises: A concise history*. Accounting, Auditing & Accountability Journal, 31(1), 25-50.
- Hawkins D., Dessain V. & Barron A. (2008). Silic (A). *Choosing cost or fair value on adoption of IFRS*. Harvard Business School, Case 9-108-30.
- Helsingin Sanomat (2018). *Asuntosijoittamisesta on tullut tavallisen kansan bisnestä*. 15.4.2018, Talous, 18.
- Helsingin Sanomat (2019). *Uusia asuntoja kaupataan alennusmyynnissä useissa isoissa aluekeskuksissa*. 3.10.2019, Talous, 32.
- Helsingin Sanomat (2019). *Suomen asuntomarkkinoiden kahtiajako vaati ison uhrin: ”Monia on johdettu harhaan”*. 14.12.2019, Talous.
- Hitz, J. (2007). *The decision usefulness of fair value accounting - A theoretical perspective*. European Accounting Review, 16(2), 323-362.
- Hjorth, M. (2011). *Kiinteistö pääomarahaston exit-strategiat – Asuntorahaston näkökulma*, Diplomityö. Aalto-yliopisto, Maankäyttötieteiden laitos. Espoo.
- Hodder, L. D., Hopkins, P. E., & Wahlen, J. M. (2006). *Risk-relevance of fair-value income measures for commercial banks*. The Accounting Review, 81(2), 337-375.
- Hung, M., & Subramanyam, K. R. (2007). *Financial statement effects of adopting international accounting standards: The case of Germany*. Review of Accounting Studies, 12(4), 623-657.
- Huru, H. (2019). *Velkavipu-% asuntosijoittamisessa – teoriaa ja käytäntöä, kenties harhojakin – Blogi #172*. Ostan Asuntoja Blogi. <<https://ostanasuntoja.com/2019/10/13/velkavipu-asuntosijoittamisessa-teoriaa-ja-kaytanta-kenties-harhojakin-blogi-172>> Viitattu 14.11.2019
- Inderes (2013). *Orava Asuntorahasto – Seurannan aloitus*. <https://www.inderes.fi/et/system/files/company-reports/seurannan_aloitus_2013.pdf>

- Inderes (2017). *Orava Asuntorahasto – Yhtiöraportti 7/2017*.
<<https://docplayer.fi/49606426-Orava-asuntorahasto-yhtioraportti-7-2017.html>>
- Inderes (2019a). *Ovaro Kiinteistösijoitus – Yhtiöraportti 3/2019*. <https://www.inderes.fi/en/system/files/company-reports/ovaro_kiinteistosijoitus_yhtioraportti_9.3.2019.pdf>
- Inderes (2019b). *Case: Kiinteistöyhtiöiden tasearvot*. <<https://www.inderes.fi/fi/artikkeli/case-kiinteistoyhtioiden-tasearvot>> Viitattu 30.1.2020
- Jermakowicz, E. K., Chen, C., & Donker, H. (2018). *Financial statement effects of adopting IFRS: The canadian experience*. International Journal of Accounting & Information Management, 26(4), 466-491.
- Kaarto, M. (2015). *Sijoita asuntoihin! Aloita – Kehity – Vaurastu*, 2. painos, KM Growth Oy.
- Kauppalehti (2018a). *Asunnot kiinnostavat nyt etenkin kokemattomia sijoittajia: ”Enemmistöllä tuottotavoitteet realistisella tasolla”*. 16.1.2018. <<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/asunnot-kiinnostavat-nyt-etenkin-kokemattomia-sijoittajia-enemmistolla-tuottotavoitteet-realisticella-tasolla/a23f8f72-0e8c-3e4b-8152-dcb7e168eddd>> Viitattu 15.10.2019.
- Kauppalehti (2018b). *Nyt taloyhtiölainojen riskeistä varoitelee jo luottoluokittaja: ”Hyvä, että niihin puututaan”* 23.6.2018. <www.kauppalehti.fi/uutiset/nyt-taloyhtiolainojen-riskeista-varoitelee-jo-luottoluokittaja-hyva-etta-niihin-puututaan/5f384bb7-d1bf-3c65-b8f1-6d6de258d3f0> Viitattu 16.11.2019
- Kauppalehti (2019). *Tuhannet jäävät nuolemaan näppejään asuntosijoittaja Huhtasen konkurssissa, koska rahaa ei kerry jaettavaksi* 12.12.2019. <<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/tuhannet-jaavat-nuolemaan-nappejaan-asuntosijoittaja-huhtasen-konkurssissa-koska-rahaa-ei-kerry-jaettavaksi/4832546b-a4de-4cf0-a31d-d367cfa3426f>> Viitattu 10.1.2020
- Kauppalehti (2020). *Sijoittajat katuva kiinteistökiimaa, jota koronhimo lietsoo – Fiva nukahti rattiin, ankarin uhkaskenaario pakkomyynnit ja joukkopako*. 17.1.2020. <<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/sijoittajat-katuvat-kiinteistokiimaa-jota-koronhimo-lietsoo-fiva-nukahti-rattiin-ankarin-uhkaskenaario-pakkomyynnit-ja-joukkopako/3f3c5ddb-446e-4732-b01f-c2fde89471b9>> Viitattu 18.1.2020
- Kela (2019). *Asumistukimenot uuteen ennätykseen vuonna 2018*. Ajankohtaista henkilöasiakkaille. <https://www.kela.fi/ajankohtaista-henkiloasiakkaat/-/asset_publisher/kg5xtoqDw6Wf/content/asumistukimenot-uuteen-ennatykseen-vuonna-2018> Viitattu 7.11.2019
- Kiinteistönvälitysalan Keskusliitto (2019). *Asuntomarkkinat 19.08.2019 – Heinäkuun kuumensi asuntomarkkinat – käytetyn asunnon kauppa pyörii hyvin*.

- <<https://kvkl.fi/heinakuu-kuumensi-asuntomarkkinat-kaytetyn-asunnon-kauppa-pyorii-hyvin>> Viitattu 15.10.2019
- Kokkonen, P., Korhonen, M., & Vuorio, E. (2019). *Asuntojen hintakehityksessä suuria eroja kaupunkien sisällä*. Tieto&Trendit -artikkelisarja. <<https://www.stat.fi/tietotrendit/artikkelit/2019/asuntojen-hintakehityksessa-suuria-eroja-kaupunkien-sisalla/>>
- KPMG (2013). *IFRS - Käytännön käsikirja*. Edita. Helsinki.
- KPMG (2014). *IFRS-view. KPMG:n neuvontapalveluiden IFRS-artikkelikokoelma*. Joulu 2014. <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/fi/pdf/2017/01/IFRS-View-2014_final.pdf> Viitattu 30.11.2019
- KTI Kiinteistötieto Oy (2018). *KTI Markkinakatsaus – Kevät 2018*. <https://kti.fi/wp-content/uploads/post/KTI_Markkinakatsaus_K2018.pdf> Viitattu 18.12.2019
- KTI Kiinteistötieto Oy (2019a). *KTI Kiinteistöindeksi: Suomalaisten kiinteistösijoitusten kokonaistuotto 6,6 % vuonna 2018*. <<https://kti.fi/kti-kiinteistoindeksi-suomalaisten-kiinteistosijoitusten-kokonaistuotto-6-6-vuonna-2018>> Viitattu 15.10.2019
- KTI Kiinteistötieto Oy (2019b). *KTI Markkinakatsaus – Kevät 2019*. <https://kti.fi/wp-content/uploads/post/KTI_Markkinakatsaus_K19_net.pdf> Viitattu 15.10.2019
- Kuusenaho, I. (2014). *Asuntorahastot Suomessa – katsaus markkinaan*. Diplomityö. Aalto-yliopiston Insinööritieteiden korkeakoulun Maankäyttötieteiden laitos. Espoo.
- Laki 24 (2019). *Asunnon myyntihinta ja velaton hinta*. <<https://www.laki24.fi/asunnon-myyntihinta-velaton-hinta>> Viitattu 16.11.2019
- Lambrecht, B., & Myers, S. (2012). *A lintner model of payout and managerial rents*. The Journal of Finance, 67(5), 1761-1810.
- Leppiniemi, J. (2000). *Hyvä kirjanpitolapa*. Porvoo: WSOY
- Leppiniemi, J. (2017). *IAS/IFRS-uusi suomalaisen tilinpäätöksen laillisuuden lähde*. Tilisanomat-lehti 1/2017. <<https://tilisanomat.fi/talousohjaus/iasifrs-uusi-suomalaisen-tilinpäätöksen-laillisuuden-lahde>> Viitattu 1.11.2019
- Leppiniemi, J., & Kaisanlahti, T. (2018). *Tilinpäätäjän käsikirja*. (4., uudistettu painos. ed.). Helsinki: Alma Talent.
- Lintner, J. (1956). *Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes*. American Economic Review, 46(2), 97–113.
- Menicucci, E., & Paolucci, G. (2016). *Fair value accounting and the financial crisis: A literature-based analysis*. Journal of Financial Reporting and Accounting, 14(1), 49-71.
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). *Dividend policy under asymmetric information*. The Journal of Finance, 40(4), 1031-1051.

- Neilimo, K. & Näsi, J. (1980). *Nomoteettinen tutkimusote ja suomalainen yrityksen taloustiede*. Tutkimus positivismiin soveltamisesta. Yrityksen taloustieteen ja yksityisöisuuden julkaisuja. Sarja A2: Tutkielmia ja raportteja 12. Tampereen yliopisto.
- O'Grady, S. (2008). *Banks are overstating losses, says king*. Economics Editor. The Independent. Lontoo.
- Olkkonen, O., Kaleva, H. & Land, P. (1997). *Toimitilasijoittaminen - Markkinat, strategia, analyysi*. Turku, Painotalo Gillot Oy.
- Orava, J., & Turunen, T. (2016). *Osta, vuokraa, vaurastu*. 5. uudistettu painos. Helsinki: Alma Talent
- Pankkiasiat.fi (2019) *Pankkisanasto*. <<https://pankkiasiat.fi>> Viitattu 14.11.2019
- Peltola, R. (2017). *Maan hinnan laskennallinen osuus asunnon hinnasta vuosina 1995, 2005 ja 2015*. Maanmittauslaitos.
- Penttilä, S. (2009). *Elinkeinoverolaki muuttui - muuttuiko verotuksen ja kirjanpidon suhde? Verotus-lehti 2/2009*. Helsinki.
- Procházka, D. (2011). *The role of fair value measurement in the recent financial crunch*. Prague Economic Papers, 20(1), 77-88.
- PTT Pellervon taloustutkimus (2019). *Kansantalous kevät 2018 erikoisteema: Asuntosijoitusbuumi Suomessa*. <<http://www.ptt.fi/ennusteet/kansantalous-ja-asuntomarkkinat/kansantalous-kevat-2018-erikoisteema-asuntosijoitusbuumi-suomessa.html>> Viitattu 15.10.2019.
- Pulkkinen, V. (2018). *Mitä tarkoittaa NAV?* <<https://www.inderes.fi/fi/mita-tarkoittaa-nav>> Viitattu 18.12.2019
- PwC (2016). *Sijoituskiinteistöjen arvonmuutokset eivät veronalaista eivätkä vähennyskelpoista*. PwC:n Uutishuone. <<https://uutishuone.pwc.fi/sijoituskiinteistöjen-arvonmuutokset-eivat-veronalaista-eivatka-vahennyskelpoista>> Viitattu 2.11.2019
- PwC (2017). *Sijoituskiinteistön poistot verotuksessa*. PwC:n Uutishuone. <<https://uutishuone.pwc.fi/sijoituskiinteiston-poistot-verotuksessa/>> Viitattu 2.11.2019
- Pärssinen, M. (2012). *IAS 40 standardin käyttöönotto ja soveltaminen Suomessa*. Pro gradu -tutkielma. Tampereen yliopisto. Johtamiskorkeakoulu. Tampere.
- International Accounting Standards Board. (2015). *IFRS-standardit: Konsolidoitu versio 1.1.2015 alkavilla tilikausilla noudatettavat vaatimukset*. Helsinki: ST-Akatemia.
- Rakennuslehti (2018). *Sijoittajilla on huima osuus uusien asuntojen kaupassa – vuoden aikana on päätynyt sijoittajille noin 15 000 asuntoa*, 3.8.2018. <<https://www.rakennuslehti.fi/2018/08/sijoittajilla-on-huima-osuus-uusien-asuntojen-kaupassa-vuoden-aikana-on-paatinnyt-sijoittajille-noin-15-000-asuntoa>> Viitattu 15.10.2019

- Rakennusteollisuus (2019). *Asuntoaloitukset talotyypeittäin*. <<https://www.rakennusteollisuus.fi/Tietoa-alasta/Talous-tilastot-ja-suhdanteet/Kuviopankki/Asuntomarkkinat>> Viitattu 15.10.2019
- RAKLI (2014). *Kiinteistöalan yhteiskunnallinen ja kansantaloudellinen merkitys*. <<https://kti.fi/wp-content/uploads/Kiinteist%C3%B6alan-yhteiskunnallinen-ja-kansantaloudellinen-merkitys-2014.pdf>> Viitattu 5.11.2019
- Ramstedt, T. (2017). *Rakennusliikkeen liiketoiminnan laajentaminen vuokra-asuntotuotantoon*. Diplomityö. Lappeenrannan Teknillinen Yliopisto.
- Riedl, E., & Serafeim, G. (2011). *Information risk and fair values: An examination of equity betas*. Journal of Accounting Research, 49(4), 1083-1122.
- Rimpiläinen, M. (2018). *Taloyhtiölainat ohjaavat asuntorakentamista kasvukeskuksiin*. Talous ja yhteiskunta. Op-media. <<https://op.media/chydenius/talous-ja-yhteiskunta/taloyhtiolainat-ohjaavat-asuntorakentamista-kasvukeskuksiin-df5755b39276441e966e68fb9ba887b3>> Viitattu 16.11.2019
- Shevlin, T. (1982). *Australian corporate dividend policy: Empirical evidence*. Accounting and Finance 22, 1–22.
- Siikanen, A. (1992). *Asuntojen kysyntä, tarjonta ja alueellinen erilaistuneisuus*. Asuntohallitus, tutkimus- ja suunnitteluosaston asuntotutkimuksia 4/1992. Helsinki 1992.
- Sijoitusovi (2016a). *Vuokratuotto vai arvonnousu?* <<https://sijoitusovi.com/vuokratuotto-vai-arvonnousu/>> Viitattu 7.11.2019
- Sijoitusovi (2016b). *Velkavipu asuntosijoittamisessa*. <<https://sijoitusovi.com/velkavipu-asuntosijoittamisessa>> Viitattu 14.11.2019
- Sikalidis, A., & Leventis, S. (2017). *The impact of unrealized fair value adjustments on dividend policy*. European Accounting Review, 26(2), 283-310.
- Sullström, H. (2018). *Tiesitkö tämän suurista yhtiölainoista? 5 + 1 asiaa, jotka pitää ottaa huomioon: "Asunnon ostoa suunnitteleva voi pettyä pankissa"*. Yle-uutiset. <<https://yle.fi/uutiset/3-10106798>> Viitattu 16.11.2019
- Sundgren, S. (2013). *Is fair value accounting really fair? A discussion of pros and cons with fair value measurement*. The Finnish Journal of Business Economics, 62(3-4), 242-250.
- Suomen Hypoteekkiyhdistys (2019). *Hypon asuntomarkkinakatsaus Q1/2019 Julkaisu: Maaliskuu 2019*. <http://www.hypo.fi/wp-content/uploads/2019/03/Hypon_Asuntomarkkinakatsaus_maaliskuu2019.pdf> Viitattu 15.10.2019
- Suomen Kiinteistölehti. (2013). *Suomalainen asunto-osakeyhtiö on ainutlaatuinen*. Julkaisu 4/2013. <http://www.annaliisapekkarinen.net/wp-content/uploads/2015/04/Suomen-Kiinteist%C3%B6lehti-4_2013.pdf> Viitattu 1.11.2019

Suomen Tilintarkastajat (2019), *Mitä on hyvä tilinpäätöskäytäntö?* <<https://www.suomen-tilintarkastajat.fi/tilintarkastus/mita-on-hyva-tilinpaatoskaytanta>> Viitattu 1.11.2019

Suomen Vuokranantajat (2019). *Vuokratuotto*. <<https://vuokranantajat.fi/asuntosijoittaminen/sijoitusstrategia/vuokratuotto>> Viitattu 14.11.2019

Talouselämä (2019). *Suomen Vuokranantajat: Mörttisen työryhmän ehdotukset kiihdyttävät jakoa asunnonomistajiin ja vuokra-asujiin – ”Liian kireän sääntelyn riskinä on asuntojen hintojen ja vuokrien nousu”*. 1.10.2019. <<https://www.talouselama.fi/uutiset/suomen-vuokranantajat-morttisen-tyoryhman-ehdotukset-kiihdyttavat-jakoa-asunnonomistajiin-ja-vuokra-asujiin-liian-kirean-saantelyn-riskina-on-asuntojen-hintojen-ja-vuokrien-nousu/11b4dc55-ff35-4a14-b5c6-d8ef180ed0f2>> Viitattu 16.11.2019

Tuomi, J. & Sarajärvi, A. (2009). *Laadullinen tutkimus ja sisällönanalyysi*. 5. uudistettu painos. Helsinki: Kustannusosakeyhtiö Tammi.

Uusi Suomi (2018). *Pääekonomisti: Suomalaisten taloyhtiölainoissa ”jotain samaa” kuin finanssikriisiin johtaneissa subprimeissa*. Uutiset. 23.6.2018. <www.uusi-suomi.fi/uutiset/paaekonomisti-suomalaisten-taloyhtiolainoissa-jotain-samaa-kuin-finanssikriisiin-johtaneissa-subprimeissa/383bcb0f-554d-3a49-a36c-07b1841dbcd8> Viitattu 16.11.2019

Venola, A-M. (2014). *Tilinpäätöskäytäntöjen erojen vaikutukset tunnuslukuanalyysiin – FAS ja IFRS*. Tampereen Yliopisto. Johtamiskorkeakoulu. Pro gradu -tutkielma.

Väänänen, P. (2018b). *5+1 keinoa ostaa asunto alle markkinahinnan*. Julkaistu Salkunrakentaja -blogissa. <<https://www.salkunrakentaja.fi/2018/09/asunto-alle-markkinahinnan/>> Viitattu 8.11.2019

Väänänen, S. (2017). *Kiinteistösijoittamista hajautetusti jokaiselle – esittelyssä REIT -rahastot*. <<https://www.sijoittaja.fi/26968/kiinteistosijoittamista-hajautetusti-jokaiselle-esittelyssa-reit-rahastot>> Viitattu 17.12.2019

Wallison, P. J. (2008). *Fair value accounting: A critique*. American Enterprise Institute.

Wessman, R. (2019). *Asuntoja ahkerille – EVA Analyysi*. Elinkeinoelämän valtuuskunta EVA:n tiedote. Helsinki.

Yle (2018). *Asiantuntija: Suomessa saattaa muhia samanlainen kupla, joka kaatoi USA:n talouden 10 vuotta sitten – asuntokaupan kuumentanut lainakikkailu halutaan kuriin lakeja kiristämällä*. Yle Uutiset. Sijoitusasunnot. 19.6.2018. <<https://yle.fi/uutiset/3-10258184>> Viitattu 16.11.2019

Virallislähteet

ETLA (2018). *Toimialakatsaus*. Suhdannekatso 2018:2. Helsinki

Finanssivalvonta (2018). *Rakennusaikaisen rahoituksen ja taloyhtiölainojen riskit kasvaneet – asuntolaina-asiakkaiden maksukykyarvioinnissa puutteita yhtiölainojen huomioon ottaen osalta*. Tiedotteet ja julkaisut. <<https://www.finanssivalvonta.fi/globalassets/fi/liitteet-lehdistotiedotteet/2018/yhteenvetoraportti.pdf>> Viitattu 19.11.2019

HE 176/ Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi elinkeinotulon verottamisesta annetun lain sekä tuloverolain 45§:n muuttamisesta

HE 89/2015 Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi kirjanpitolain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta sekä puunkorjuuta aarniometsissä harjoittavien yritysten viranomaisille suorittamien maksujen julkistamista koskevaksi laiksi

International Accounting Standard 16 Property, Plant and Equipment (IAS 16). IASB.

International Accounting Standard 40 Investment Property. (IAS 40). IASB.

International Financial Reporting Standard 13 – Fair Value (IFRS 13)

Kirjanpitolaki 30.12.1997/554

Keskusverolautakunta (KVL) 2016/53. Keskusverolautakunnan ennakkoratkaisut. Annettu 11.11.2016.

Oikeusministeriö. (2009). *Konsernitilinpäätöksen laatimisvelvollisuus sekä maksukyky ja tasetesti osakeyhtiön varojenjaossa*. Oikeusministeriön lausuntoja ja selvityksiä 2009:13. Helsinki.

Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624

Suomen Pankki (2018). *Taloyhtiölainat kasvattaneet velkaantumisen riskejä*. Euro&Talous. Suomen Pankin ajankohtaisia artikkeleita taloudesta. <https://helda.helsinki.fi/bof/bitstream/handle/123456789/15971/ET_artikkeli_5.12.2018.pdf?sequence=1&isAllowed=y> Viitattu 16.11.2019

Tilastokeskus (2017). *Asuntojen hintojen ja ansiotason muutokset*. Suomen virallinen tilasto, Helsinki.

Tilastokeskus (2019). *Väestöennuste 2019 – 2070*. Suomen virallinen tilasto, Helsinki. Saatavilla www-muodossa. <<http://www.stat.fi/til/vaenn/index.html>> 15.10.2019

Valtioneuvosto (2018). *Vuokra-asuntosijoitusalan kannattavuus, kilpailutilanne ja kehittämistarpeet*. Valtioneuvoston selvitys- ja tutkimustoiminnan julkaisusarja 9/2018. Helsinki.

Valtiovarainministeriön vero-osaston työryhmämuisto 2006:4. *Yritysverotuksen kehittämistyöryhmän 2005 muistio Verotus, tilinpäätös ja yhtiöoikeus*. Helsinki: Valtiovarainministeriö.

Valtiovarainministeriö. (2019a). *Taloudellinen katsaus, syksy 2019*, Valtiovarainministeriön julkaisuja 2019:48. Helsinki.

Valtiovarainministeriö. (2019b). *Selvitys keinoista ehkäistä kotitalouksien liiallista velkaantumista – Työryhmän mietintö*, Valtiovarainministeriön julkaisuja 2019:56. Helsinki.

Verohallinto. (2018). *Asunto-osakkeen hoitovastikkeet ja pääomavastikkeet – mitä voit vähentää vuokratulosta*. <<https://www.vero.fi/henkiloasiakkaat/omaisuus/vuokratulo/vahennykset/hoitovastike-ja-paaomavastike>> Viitattu 16.11.2019

Oikeustapausluettelo

KILA 1.3.2016/1949

Vuosikertomukset ja tilinpäätökset

Amplus Holding Oy – tilinpäätökset vuosilta 2013 – 2018

Antilooppi Ky – tilinpäätökset vuosilta 2015 – 2018

Asuntosalkku Suomi Oy – tilinpäätökset vuosilta 2015 – 2018

Citycon Oyj – tilinpäätökset vuosilta 2013 – 2018

Huhtanen Capital Oy – tilinpäätökset 2013 – 2018

H&R Properties Oy – tilinpäätökset 2017 – 2018

Investors House Oyj – tilinpäätökset 2013 – 2018

JHS-Kiinteistöt Oy – tilinpäätökset 2013 – 2018

Julius Tallberg-Kiinteistöt Oyj – tilinpäätökset 2013 – 2018

Kojamo Oyj (entinen VVO-Yhtymä Oyj) – tilinpäätökset 2013 – 2018

Kyyrö Capital Oy – tilinpäätökset 2013 – 2018

Maakunnan Asunnot Oy – tilinpäätökset 2013 – 2018

Mercada Oy – tilinpäätökset 2015 – 2018

OLO Asunnot 1 Oy – tilinpäätökset 2017 – 2018

OLO Asunnot 2 Oy – tilinpäätökset 2017 – 2018

OLO Asunnot 3 Oy – tilinpäätökset 2017 – 2018

OLO Asunnot 4 Oy – tilinpäätökset 2017 – 2018

OLO Asunnot 5 Oy – tilinpäätökset 2017 – 2018

Ovaro Kiinteistosijoitus Oyj (entinen Orava Asuntorahasto Oyj) – tilinpäätökset 2013 – 2018

Probus Holding Oy – tilinpäätökset 2013 – 2018

Sato Oyj – tilinpäätökset 2013 – 2018

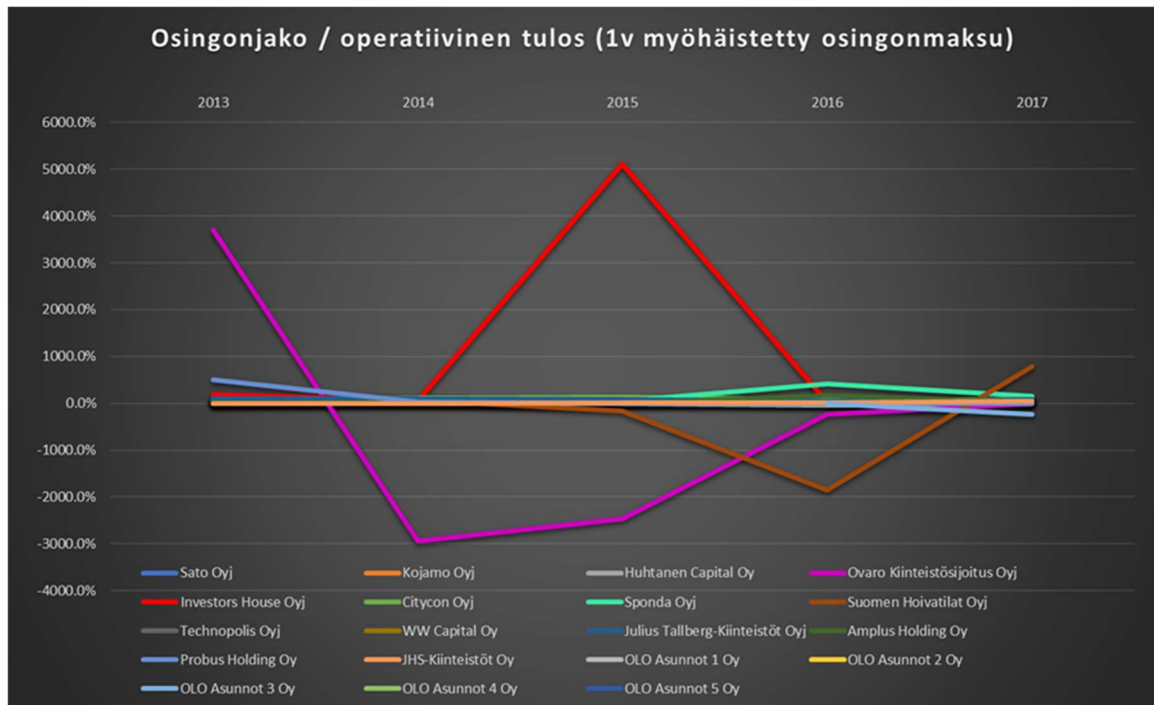
Sponda Oyj – tilinpäätökset 2013 – 2018

Suomen Hoivatilat Oyj – tilinpäätökset 2013 – 2018

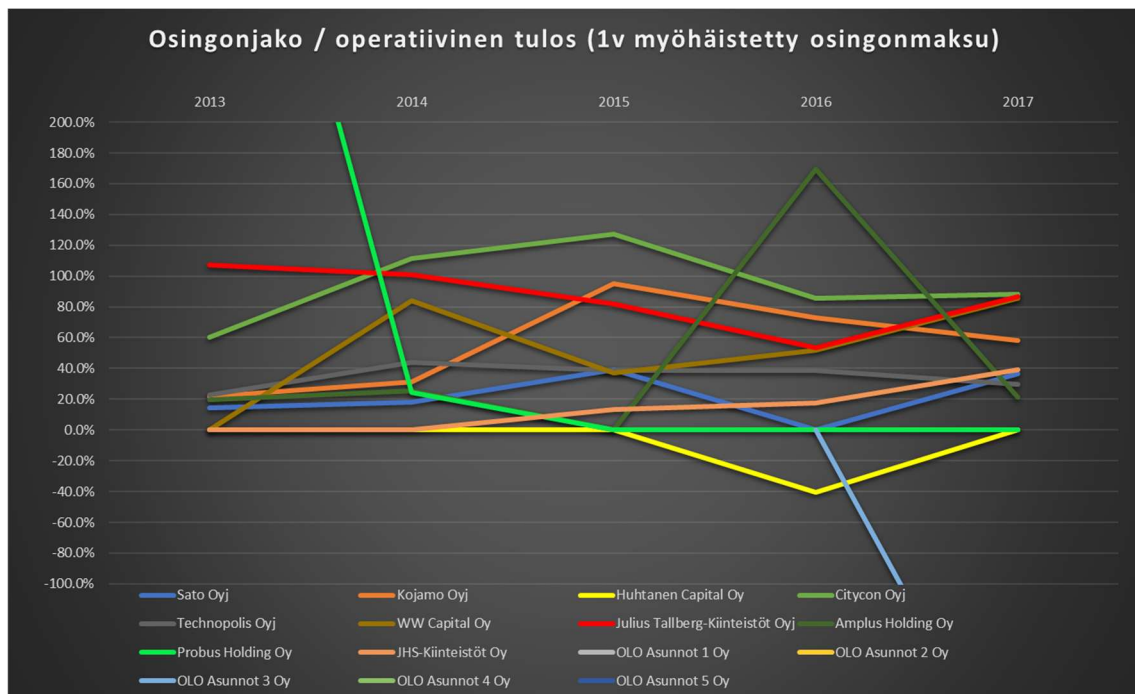
Technopolis Oyj – tilinpäätökset 2013 – 2018

WW Capital Oy – tilinpäätökset 2013 – 2018

LIITE 1: Osingonjako / operatiivisella tuloksella – yhdellä vuodella myöhäistetyt kuviot



Osingonmaksu suhteutettuna edellisen tilikauden operatiiviseen tulokseen.



Osingonmaksu suhteutettuna edellisen tilikauden operatiiviseen tulokseen. Kuvion luettavuuden vuoksi Ovaro Kiinteistösiiritys Oyj, Investors House Oyj, Suomen Hoivatilat Oyj sekä Sponda Oyj jätetty kuviosta pois.

LIITE 2: Tutkimuksen aineisto

SATO Oyj (milj. Eur)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Käypä arvo käytössä	Hankintam	-> Käypä arvo				
Käyvän arvon muutos		63.8	62.4	124.3	68.6	102.0
Voitto ennen veroja	70.9	152.2	159.4	219.4	184.9	230.8
Tilikauden voitto	63	120.5	127	174.7	146.3	184.3
Osingonjako	28	9.2	10.2	25.4	0	28.3
Liikevaihto	311.5	312.3	323.4	318	280.1	290.4
Operatiivinen tulos (tk voitto - käypäarvo)	63.0	56.7	64.6	50.4	77.7	82.3
Operatiivinen tulos / voitto	100.0%	47.1%	50.9%	28.8%	53.1%	44.7%
Osingonjako / operatiivinen tulos	44.4%	16.2%	15.8%	50.4%	0.0%	34.4%
Myytyjen asuntojen voitto/tap	13	-0.9	8.6	0.7	-0.5	3.8
Sijoituskiinteistöjen arvo ed. Tilik. Lopu		2316	2528	2752.9	3383.2	3564.8
Arvonmuutoksen suuruus		2.8%	2.5%	4.5%	2.0%	2.9%
Omavaraisuus%	31.7%	31.8%	33.3%	35.2%	37.8%	39.6%
Kojamo Oyj (milj. Eur)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Käypä arvo käytössä	Hankintameno	-> Käypä-arvo				
Käyvän arvon muutos	0	0	70.3	163.3	126.2	127.5
Voitto ennen veroja	75.9	90.3	224.7	289.7	266.7	277.3
Tilikauden voitto	74.2	71	179.4	232.3	212.9	221.8
Osingonjako	14.8	16.3	22.2	103.6	50.3	50.3
Liikevaihto	346.6	367.9	370.9	351.5	337	358.8
Operatiivinen tulos (tk voitto - käypää)	74.2	71.0	109.1	69.0	86.7	94.3
Operatiivinen tulos / voitto	100.0%	100.0%	60.8%	29.7%	40.7%	42.5%
Osingonjako / operatiivinen tulos	19.9%	23.0%	20.3%	150.1%	58.0%	53.3%
Myytyjen asuntojen voitto/tap		-4.6	2.7	-10.4	1	2.5
Sijoituskiinteistöjen arvo ed. Tilik. Lopu			3708.8	3464.9	4228.3	4706.5
Arvonmuutoksen suuruus			1.9%	4.7%	3.0%	2.7%
Omavaraisuus%	46.4%	45.0%	41.1%	40.7%	41.3%	43.0%
Huhtanen Capital Oy (teur)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Käypä arvo käytössä	Hankintameno	-> Käypä arvo				
Käyvän arvon muutos		0	3186	5796	1494	6113
Voitto ennen veroja	-1.8	36	2897	5901	1336	1488
Tilikauden voitto	-1.8	20	2327	4680	1096	1292
Osingonjako	0	0	0	0	451	0
Liikevaihto	6.7	212	568	2025	2403	3613
Operatiivinen tulos (tk voitto - käypää)	-1.8	20.0	-859.0	-1116.0	-398.0	-4821.0
Operatiivinen tulos / voitto	100.0%	100.0%	-36.9%	-23.8%	-36.3%	-373.1%
Osingonjako / operatiivinen tulos	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-113.3%	0.0%
Myytyjen asuntojen voitto/tap				1087	609	248
Sijoituskiinteistöjen arvo ed. Tilik. Lopu			1811	9759	31440	38225
Arvonmuutoksen suuruus			175.9%	59.4%	4.8%	16.0%
Itse ilmoittama operatiivinen tulos				1197	-640	-4602
Omavaraisuus%	92.7%	52.3%	30.0%	27.60%	22.2%	18.3%

Ovaro Kiinteistösijoitus Oyj (teur)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Käypä arvo käytössä	-> Käypä arvo 1.1.2013 alkaen					
Käyvän arvon muutos	6812	8443	7784	2046	-3139	-12214
Voitto ennen veroja	6801	8545	7092	1644	-2696	-11523
Tilikauden voitto	6936	8181	7421	1470	-2701	-14685
Osingonjako	1347	4600	7701	8939	1379	0
Liikevaihto	3153	6532	10087	12539	13294	12813
Operatiivinen tulos (tk voitto - käypää)	124	-262	-363	-576	438	-2471
Operatiivinen tulos / voitto	1.8%	-3.2%	-4.9%	-39.2%	16.2%	-16.8%
Osingonjako / operatiivinen tulos	1086.3%	-1755.7%	-2121.5%	-1551.9%	314.8%	0.0%
Myytyjen asuntojen voitto/tap	-144	466	-201	-303	-361	-411
Sijoituskiinteistöjen arvo ed. Tilik. Lopu	31992	79190	130668	195851	210901	199617
Arvonmuutoksen suuruus	21.3%	10.7%	6.0%	1.0%	-1.5%	-6.1%
Omavaraisuus%	56.2%	51.1%	47.4%	44.9%	45.9%	43.0%

Investors House Oyj (teur)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Käypä arvo käytössä	Hankintameno	-> Käypä arvo				
Käyvän arvon muutos	0	0	3457	1776	2570	929
Voitto ennen veroja	53	282	4373	4224	5559	4334
Tilikauden voitto	78	227	3468	3680	5047	2386
Osingonjako	152	152	152	563	629	1265
Liikevaihto	662	752	1438	3134	6449	8276
Operatiivinen tulos (tk voitto - käypää)	78	227	11	1904	2477	1457
Operatiivinen tulos / voitto	100.0%	100.0%	0.3%	51.7%	49.1%	61.1%
Osingonjako / operatiivinen tulos	194.9%	67.0%	1381.8%	29.6%	25.4%	86.8%
Myytyjen asuntojen voitto/tap	0	0	0	27	35	-38
Sijoituskiinteistöjen arvo ed. Tilik. Lopu	4157	5298	6844	26794	35737	54787
Arvonmuutoksen suuruus	0.0%	0.0%	50.5%	6.6%	7.2%	1.7%
Omavaraisuus%	71.9%	51.1%	61.1%	49.8%	61.0%	53.4%

Citycon Oyj (milj. Eur)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Käypä arvo käytössä	-> Käypä arvo käytössä koko tarkastelujakson					
Käyvän arvon muutos	26.1	15.7	7.3	25.9	-42.9	-71.5
Voitto ennen veroja	87.6	102.4	116	181.5	93.8	21.7
Tilikauden voitto	136	95.7	110.4	161.3	87.9	16.6
Osingonjako ja pääoman palautukset	49	66.3	89.2	131.4	116.2	115.7
Liikevaihto	235.4	232	223.9	251.4	257.4	237
Operatiivinen tulos (tk voitto - käypää)	109.9	80	103.1	135.4	130.8	88.1
Operatiivinen tulos / voitto	80.8%	83.6%	93.4%	83.9%	148.8%	530.7%
Osingonjako / operatiivinen tulos	44.6%	82.9%	86.5%	97.0%	88.8%	131.3%
Myytyjen asuntojen voitto/tap	0.8	-0.3	-17.1	4.3	6	-0.2
Sijoituskiinteistöjen arvo ed. Tilik. Lopu	2714.2	2733.5	2769.1	4091.6	4337.6	4183.4
Arvonmuutoksen suuruus	1.0%	0.6%	0.3%	0.6%	-1.0%	-1.7%
Omavaraisuus%	45.3%	54.6%	48.3%	47.3%	47.4%	45.4%

Sponda Oyj (milj. Eur)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Käypä arvo käytössä	-> Käypä arvo käytössä koko tarkastelujakson					
Käyvän arvon muutos	-14.2	-0.2	23.2	26.7	4.9	-8.4
Voitto ennen veroja	93.2	95.7	129.2	155.5	98.3	47.1
Tilikauden voitto	103.1	73.6	227.2	137.5	224.5	33.8
Osingonjako	48.1	51	53.8	94.5	467.9	320.5
Liikevaihto	264.3	246.7	230.5	259	263.7	259.2
Operatiivinen tulos (tk voitto - käypää)	117.3	73.8	204	110.8	219.6	42.2
Operatiivinen tulos / voitto	113.8%	100.3%	89.8%	80.6%	97.8%	124.9%
Osingonjako / operatiivinen tulos	41.0%	69.1%	26.4%	85.3%	213.1%	759.5%
Myytyjen asuntojen voitto/tap	0.8	0.6	-4.5	0.8	4	15.9
Sijoituskiinteistöjen arvo ed. Tilik. Lopu	3261	3253.3	3142.1	3101.7	3755.5	3935.3
Arvonmuutoksen suuruus	-0.4%	0.0%	0.7%	0.9%	0.1%	-0.2%
Omavaraisuus%	40.7%	41.0%	46.2%	47.4%	32.0%	29.8%

Suomen Hoivatilat Oyj (teur)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Käypä arvo käytössä	Hankintameno		-> Käypä arvo			
Käyvän arvon muutos	0	0	11121	14809	25086	35627
Voitto ennen veroja	1333	1033	13184	18438	31918	46424
Tilikauden voitto	1003	839	10468	14697	25504	37003
Osingonjako	218	425	529	1034	2079	3307
Liikevaihto	911	1789	3823	7414	12373	17182
Operatiivinen tulos (tk voitto - käypää)	1003	839	-653	-112	418	1376
Operatiivinen tulos / voitto	100.0%	100.0%	-6.2%	-0.8%	1.6%	3.7%
Osingonjako / operatiivinen tulos	21.7%	50.7%	-81.0%	-923.2%	497.4%	240.3%
Myytyjen asuntojen voitto/tap	218	425	468	0	0	1049
Sijoituskiinteistöjen arvo ed. Tilik. Lopu	-	-	42092	90448	154751	247066
Arvonmuutoksen suuruus	-	-	26.4%	16.4%	16.2%	14.4%
Omavaraisuus%	46.4%	45.4%	46.4%	46.8%	50.1%	44.5%

Technopolis Oyj (teur. Eur)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Käypä arvo käytössä	-> Käypä arvo käytössä koko tarkastelujakson					
Käyvän arvon muutos	-17611	-40522	1285	233	28332	21355
Voitto ennen veroja	22649	630	55127	64222	98994	82214
Tilikauden voitto	31558	-2981	50040	52389	85237	70153
Osingonjako	15488	11107	16570	18935	20205	17019
Liikevaihto	126335	161678	170566	172076	179712	177359
Operatiivinen tulos (tk voitto - käypää)	49169	37541	48755	52156	56905	48798
Operatiivinen tulos / voitto	155.8%	1259.3%	97.4%	99.6%	66.8%	69.6%
Osingonjako / operatiivinen tulos	31.5%	29.6%	34.0%	36.3%	35.5%	34.9%
Sijoituskiinteistöjen arvo ed. Tilik. Lopu	956520	1410418	1378360	1426013	1624179	1537940
Arvonmuutoksen suuruus	-1.8%	-2.9%	0.1%	0.0%	1.7%	1.4%
Omavaraisuus%	40.2%	38.5%	39.3%	39.7%	44.8%	40.8%

Perustettu vuonna 2014

Mercada Oy (teur)

	2015	2016	2017	2018
Käypä arvo käytössä	-> Käypä arvo			
Käyvän arvon muutos	7350	-3774	17322	274
Voitto ennen veroja	13136	10967	29464	14541
Tilikauden voitto	10186	8477	23373	11581
Osingonjako	0	0	0	0
Liikevaihto	26940	50115	50128	49852
Operatiivinen tulos (tk voitto - käypää)	2836	12251	6051	11307
Operatiivinen tulos / voitto	27.8%	144.5%	25.9%	97.6%
Osingonjako / operatiivinen tulos	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Sijoituskiinteistöjen arvo ed. Tilik. Lopu	652000	659730	659056	677449
Arvonmuutoksen suuruus	1.1%	-0.6%	2.6%	0.0%
Omavaraisuus%	6.5%	7.7%	10.8%	12.3%

Maakunnan asunnot Oy (teur)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Käypä arvo käytössä	-> Hankintamenomalli, käytössä arvonkorotusrahasto					
Käyvän arvon muutos						
Voitto ennen veroja	5948	3236	6826	4599	138	1473
Tilikauden voitto	4517	2578	5603	4121	-37	1368
Osingonjako	0	0	0	0	0	0
Liikevaihto	3966	4310	3922	3480	4426	3843
Operatiivinen tulos (tk voitto - käypää)	4517	2578	5603	4121	-37	1368
Operatiivinen tulos / voitto	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Osingonjako / operatiivinen tulos	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Liiketoiminnan muut tuotot	6728	2381	5906	2225	1484	183
Sijoituskiinteistöjen arvo ed. Tilik. Lopu	-	-	-	-	-	-
Arvonmuutoksen suuruus	-	-	-	-	-	-
Omavaraisuus%	53.8%	40.5%	44.3%	47.6%	53.3%	58.1%

Perustettu vuonna 2014

Asuntosalkku Suomi Oy (teur)

	1.7.2014-30.9.2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018
Käypä arvo käytössä	-> Hankintamenomalli			
Käyvän arvon muutos	-	-	-	-
Voitto ennen veroja	592	2088	3923	1473
Tilikauden voitto	474	1671	3203	1225
Osingonjako	0	0	0	0
Liikevaihto	2381	8640	13365	4435
Operatiivinen tulos (tk voitto - käypää)	474	1671	3203	1225
Operatiivinen tulos / voitto	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Osingonjako / operatiivinen tulos	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Myytyjen asuntojen voitto/tap	-	-	-	-
Sijoituskiinteistöjen arvo ed. Tilik. Lopu	-	-	-	121103
Arvonmuutoksen suuruus	-	-	-	-
Omavaraisuus%	23.2%	23.8%	30.0%	32.8%

Perustettu vuonna 2015

Antilooppi Ky (teur)

	4.8.-31.12.2015	2016	2017	2018
Käypä arvo käytössä	-> Hankintamenomalli			
Käyvän arvon muutos				
Voitto ennen veroja	-1255	-4361	3410	2974
Tilikauden voitto	-1255	-4361	3415	2974
Osingonjako	0	0	0	0
Liikevaihto	12892	41228	53761	57147
Operatiivinen tulos (tk voitto - käypää)	-1255	-4361	3415	2974
Operatiivinen tulos / voitto	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Osingonjako / operatiivinen tulos	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Myytyjen asuntojen voitto/tap	-	0	4191	3485
Rakennusten ja maa-alueiden arvo ed. Tilik.	-	467230	670774	713617
Arvonmuutoksen suuruus	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Omavaraisuus%	12.8%	8.2%	11.6%	11.1%

WW Capital Oy (teur)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Käypä arvo käytössä	-> Hankintamenomalli					
Käyvän arvon muutos						
Voitto ennen veroja	138	167	357	257	212	1168
Tilikauden voitto	83	118	271	194	245	1417
Osingonjako	59	0	99	101	101	210
Liikevaihto	517	518	600	602	477	437
Operatiivinen tulos (tk voitto - käypää)	83	118	271	194	245	1417
Operatiivinen tulos / voitto	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Osingonjako / operatiivinen tulos	71.1%	0.0%	36.5%	52.1%	41.2%	14.8%
Myytyjen asuntojen voitto/tap	-	-	-	-	-	-
Sijoituskiinteistöjen arvo ed. Tilik. Lopu	-	-	-	-	-	-
Arvonmuutoksen suuruus	-	-	-	-	-	-
Omavaraisuus%	35.0%	33.7%	59.6%	38.4%	41.0%	64.2%

Julius Tallberg-Kiinteistöt Oyj (teur)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Käypä arvo käytössä	-> Hankintamenomalli. Laskevat rinnalla käypää arvoa ja erotusta.					
Käyvän arvon muutos						
Voitto ennen veroja	3383	3852	4469	6893	4227	3403
Tilikauden voitto	2810	2987	3487	5318	3281	2757
Osingonjako	3014	3013	3013	2853	2852	2850
Liikevaihto	13859	14211	15377	17153	19305	18115
Operatiivinen tulos (tk voitto - käypää)	2810	2987	3487	5318	3281	2757
Operatiivinen tulos / voitto	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Osingonjako / operatiivinen tulos	107.3%	100.9%	86.4%	53.6%	86.9%	103.4%
Laskennallinen käypä arvon lisäys tase-arv	30940	32395	38731	41250	46580	47500
Sijoituskiinteistöjen arvo ed. Tilik. Lopu						
(laskettu yhteen maa-alueet + rakennukset)	127873	132788	139491	161450	188024	185775
Lask. Käyvän arvon %-osuus kiinteistöjen a	24.2%	24.4%	27.8%	25.5%	24.8%	25.6%
Omavaraisuus%	62.7%	54.2%	48.4%	42.9%	44.4%	42.4%

Amplus Holding Oy (teur)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Käypä arvo käytössä	-> Hankintamenomalli					
Käyvän arvon muutos						
Voitto ennen veroja	4137	4433	6030	1711	5792	3896
Tilikauden voitto	4574	3668	5183	907	5060	2909
Osingonjako	900	900	924	0	1538	1068
Liikevaihto	40080	42929	45342	48799	44945	43338
Operatiivinen tulos (tk voitto - käypää)	4574	3668	5183	907	5060	2909
Operatiivinen tulos / voitto	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Osingonjako / operatiivinen tulos	19.7%	24.5%	17.8%	0.0%	30.4%	36.7%
Myytyjen asuntojen voitto/tap	0	0	779	89	17	23
Sijoituskiinteistöjen arvo ed. Tilik. Lopu	-	-	-	-	-	-
Arvonmuutoksen suuruus	-	-	-	-	-	-
Omavaraisuus%	11.9%	11.8%	12.5%	12.4%	13.7%	14.5%

Probus Holding Oy (teur)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Käypä arvo käytössä	-> Hankintamenomalli. Käypää arvoa lasketaan rinnalla.					
Käyvän arvon muutos						
Voitto ennen veroja	6610	46132	8872	15277	2486	26742
Tilikauden voitto	5506	37237	7730	14057	1582	21661
Osingonjako	0	27948	9008	0	0	0
Liikevaihto	39779	38195	27326	27238	25452	23322
Operatiivinen tulos (tk voitto - käypää)	5506	37237	7730	14057	1582	21661
Operatiivinen tulos / voitto	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Osingonjako / operatiivinen tulos	0.0%	75.1%	116.5%	0.0%	0.0%	0.0%
Myytyjen asuntojen voitto/tap	0	35400	0	727	824	21808
Sijoituskiinteistöjen arvo tilik. Lopussa	274368	164782	158812	151099	142024	115093
Kp arvon ja tuottoarvon erotus tilik. Lopus	95534	89641	122722	131999	159993	146737
Omavaraisuus%	20.9%	33.0%	34.7%	41.3%	46.1%	58.8%
(Käypä arvo - kp arvo) / kp arvo	34.8%	54.4%	77.3%	87.4%	112.7%	127.5%

Viimeinen rivi = Kuinka paljon arvokkaampi kirjanpitoarvo olisi, jos arvostettaisiin käypään arvoon

Kyyrö Capital Oy (teur)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Käypä arvo käytössä	-> Hankintamenomalli					
Käyvän arvon muutos						
Voitto ennen veroja	-1.9	5.3	5.9	14.5	14.8	14.1
Tilikauden voitto	-1.9	4.6	4.7	11.6	11.8	11.3
Osingonjako	0	0	0	0	0	0
Liikevaihto	10.9	21.3	33.9	46.9	51.3	56.8
Operatiivinen tulos (tk voitto - käypää)	-1.9	4.6	4.7	11.6	11.8	11.3
Operatiivinen tulos / voitto	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Osingonjako / operatiivinen tulos	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Myytyjen asuntojen voitto/tap	-	-	-	-	-	-
Sijoituskiinteistöjen arvo ed. Tilik. Lopu	-	-	-	-	-	-
Arvonmuutoksen suuruus	-	-	-	-	-	-
Omavaraisuus%	20.3%	14.4%	13.6%	14.7%	16.1%	13.2%

JHS-Kiinteistöt Oy (teur)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Käypä arvo käytössä	-> Hankintamenomalli					
Käyvän arvon muutos						
Voitto ennen veroja	52	237	393	526	1117	1756
Tilikauden voitto	39	189	314	421	893	1402
Osingonjako	3.5	0	0	42	73	351
Liikevaihto	252	994	2597	2673	7131	7472
Operatiivinen tulos (tk voitto - käypää)	39	189	314	421	893	1402
Operatiivinen tulos / voitto	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Osingonjako / operatiivinen tulos	9.0%	0.0%	0.0%	10.0%	8.2%	25.0%
Myytyjen asuntojen voitto/tap	-	-	-	-	-	-
Sijoituskiinteistöjen arvo ed. Tilik. Lopu	-	-	-	-	-	-
Arvonmuutoksen suuruus	-	-	-	-	-	-
Omavaraisuus%	70.4%	22.2%	24.4%	32.9%	38.8%	37.9%

Yhtiö toiminut ns. "pöytälaatikkoyhtiönä" ennen tilikautta 2017

H&R Properties Oy (teur)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Käypä arvo käytössä						
Käyvän arvon muutos					895	-1307
Voitto ennen veroja					430	-1659
Tilikauden voitto					242	-1388
Osingonjako						
Liikevaihto					113	313
Operatiivinen tulos (tk voitto - käypää)					-653	-81
Operatiivinen tulos / voitto					-269.8%	-5.8%
Osingonjako / operatiivinen tulos					0.0%	0.0%
Sijoituskiinteistöjen arvo ed. Tilik. Lopu	-> 1.1.2017 arvo 0e, otettu siis vuoden				6526	7133
Arvonmuutoksen suuruus	hankinnat 6526teur				13.7%	-18.3%
Omavaraisuus%					3.0%	0.5%

OLO Asunnot 1 Oy (teur)	2017	2018
Käypä arvo käytössä	-> Käypä arvo	
Käyvän arvon muutos	14949	8790
Voitto ennen veroja	14949	9042
Tilikauden voitto	11959	7284
Osingonjako	0	7524
Liikevaihto	6221	4672
Operatiivinen tulos (tk voitto - käypää)	-2990	-1506
Operatiivinen tulos / voitto	-25.0%	-20.7%
Osingonjako / operatiivinen tulos	0.0%	-499.6%
Sijoituskiinteistöjen arvo ed. Tilik. Lopu	26951	41900
Arvonmuutoksen suuruus	55.5%	21.0%
Omavaraisuus%	28.0%	22.6%

OLO Asunnot 2 Oy (teur)	2017	2018
Käypä arvo käytössä	-> Käypä arvo	
Käyvän arvon muutos	4733	1880
Voitto ennen veroja	4733	1876
Tilikauden voitto	3787	1500
Osingonjako	0	3787
Liikevaihto	3695	2613
Operatiivinen tulos (tk voitto - käypää)	-946	-380
Operatiivinen tulos / voitto	-25.0%	-25.3%
Osingonjako / operatiivinen tulos	0.0%	-996.6%
Sijoituskiinteistöjen arvo ed. Tilik. Lopu	15555	20400
Arvonmuutoksen suuruus	30.4%	9.2%
Omavaraisuus%	18.7%	6.2%

OLO Asunnot 3 Oy (teur)	2016	2017	2018
Käypä arvo käytössä	-> Käypä arvo		
Käyvän arvon muutos		15242	16535
Voitto ennen veroja	-134	15242	16903
Tilikauden voitto	-134	12193	13596
Osingonjako	0	0	7301
Liikevaihto	126	1982	4512
Operatiivinen tulos (tk voitto - käypää)	-134	-3049	-2939
Operatiivinen tulos / voitto	100.0%	-25.0%	-21.6%
Osingonjako / operatiivinen tulos	0.0%	0.0%	-248.4%
Sijoituskiinteistöjen arvo ed. Tilik. Lopu		22555	38129
Arvonmuutoksen suuruus		67.6%	43.4%
Omavaraisuus%	4.3%	32.5%	30.9%

OLO Asunnot 4 Oy (teur)	2017	2018
Käypä arvo käytössä	-> Käypä arvo	
Käyvän arvon muutos	-6073	4820
Voitto ennen veroja	-6458	4181
Tilikauden voitto	-5243	3217
Osingonjako	0	77
Liikevaihto	3825	4079
Operatiivinen tulos (tk voitto - käypää)	830	-1603
Operatiivinen tulos / voitto	15.8%	-49.8%
Osingonjako / operatiivinen tulos	0.0%	-4.8%
Sijoituskiinteistöjen arvo ed. Tilik. Lopu	33433	27624
Arvonmuutoksen suuruus	-18.2%	17.4%
Omavaraisuus%	-0.8%	7.9%

OLO Asunnot 5 Oy (teur)	2017	2018
Käypä arvo käytössä	-> Käypä arvo	
Käyvän arvon muutos	11724	7300
Voitto ennen veroja	11671	7138
Tilikauden voitto	9326	5678
Osingonjako	0	8215
Liikevaihto	5146	5549
Operatiivinen tulos (tk voitto - käypää)	-2398	-1622
Operatiivinen tulos / voitto	-25.7%	-28.6%
Osingonjako / operatiivinen tulos	0.0%	-506.5%
Sijoituskiinteistöjen arvo ed. Tilik. Lopu	35776	47500
Arvonmuutoksen suuruus	32.8%	15.4%
Omavaraisuus%	18.1%	11.1%